



**A Relação entre o Desempenho, Remuneração do CEO e a Criação de Valor para o Acionista nas Empresas Cotadas na Euronext Lisbon: Abordagem com base na Teoria da Agência**

**Armando Jorge Cabeça Serapicos**

*Dissertação apresentada ao Instituto Politécnico de Bragança para obtenção do Grau de Mestre em Contabilidade e Finanças*

**Orientação: Professor Doutor Joaquim Mendes Leite e Professora Doutora Paula Odete Fernandes**

Bragança, maio, 2016.





**A Relação entre o Desempenho, Remuneração do CEO e a Criação de Valor para o Acionista nas Empresas Cotadas na Euronext Lisbon: Abordagem com base na Teoria da Agência**

**Armando Jorge Cabeça Serapicos**

*Dissertação apresentada ao Instituto Politécnico de Bragança para obtenção do Grau de Mestre em Contabilidade e Finanças*

**Orientação: Professor Doutor Joaquim Mendes Leite e Professora Doutora Paula Odete Fernandes**

Bragança, maio, 2016.

## Resumo

A presente investigação nasceu da pertinência de compreender, em Portugal, o comportamento da remuneração total do *Chief Executive Officer* (CEO) face ao desempenho organizacional, por um lado, e a criação de valor para o acionista face ao desempenho organizacional e à remuneração total do CEO, por outro. Assim, o objetivo do estudo foi dividido em duas partes. A primeira analisou se o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia o desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado e se o desempenho organizacional, baseado em indicadores contabilísticos e indicadores de mercado, influencia a remuneração total do CEO. A segunda analisou se o desempenho organizacional, baseado em indicadores contabilísticos e indicadores de mercado, e a remuneração total do CEO influenciam a criação de valor para o acionista.

Este estudo recorreu às premissas da teoria da agência para construir o modelo de análise. Fizeram parte da amostra as sociedades admitidas à negociação no mercado regulamentado *Eurolist by Euronext Lisbon*. Os dados foram recolhidos dos Relatórios e Contas Anuais, que incluem as Demonstrações Financeiras Consolidadas, dos Relatórios sobre o Governo Societário e da página *web* da *Euronext Lisbon*. Os dados foram tratados com recurso ao método de Análise de Equações Estruturais (AEE). Os resultados obtidos provaram que o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia o desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado, a remuneração total do CEO e a criação de valor para o acionista.

Palavras-chave: teoria da agência, desempenho organizacional, remuneração do CEO e criação de valor para o acionista.

## Resumen

El objetivo del presente estudio fue comprender, en Portugal, relaciones entre el comportamiento de la compensación total del Chief Executive Officer (CEO) y el desempeño de la organización, por un lado, y entre la creación de valor para los accionistas, el desempeño de la organización y la compensación total del CEO, por otro. Para eso, este estudio se dividió en dos partes. La primera parte examinó si el desempeño de la organización basado en indicadores de contabilidad influye en el desempeño de la organización basado en indicadores de mercado y si el desempeño de la organización basado en indicadores de contabilidad y en indicadores de mercado influye en la compensación total del CEO. La segunda parte del estudio analizó si el desempeño de la organización, basado en indicadores de contabilidad y en indicadores de mercado, y la compensación total del CEO influye en la creación de valor para los accionistas.

Esta investigación se basó en las premisas de la teoría de la agencia para construir el modelo de análisis. La muestra fue compuesta por empresas admitidas a cotización en el mercado regulado Eurolist by Euronext Lisbon. Se recogieron datos en los Informes de Cuentas Anuales, incluyendo los Estados Financieros Consolidados, en el Informe sobre el Gobierno Corporativo y en el sitio web de Euronext Lisbon. Los datos se analizaron usando el método de análisis de ecuaciones estructurales. Los resultados demostraron que el desempeño de la organización basado en indicadores de contabilidad influye en el desempeño de la organización basado en indicadores de mercado, en la compensación total del CEO y en la creación de valor para los accionistas.

Palabras clave: teoría de la agencia, desempeño organizacional, compensación del CEO y creación de valor para los accionistas.

## **Abstract**

The aim of the present study was to understand, in Portugal, the relationships between the Chief Executive Officer (CEO) total compensation and the organizational performance, on the one hand, and the relationships among the shareholder value creation, the organizational performance and the CEO total compensation, on the other hand. In this sense, this study was divided into two parts. The first one examined whether organizational performance based on accounting measures influences organizational performance based on market measures and whether organizational performance based on accounting measures and market measures influences the CEO total compensation. The second part analyzed whether organizational performance, based on accounting measures and market measures, and the CEO total compensation influence the shareholder value creation.

This research was based in agency theory assumptions in order to build the analysis model. The sample was composed by companies admitted to trading on the regulated market Eurolist by Euronext Lisbon. Data were collected from Annual Reports, including the Consolidated Financial Statements, Report on Corporate Governance and Euronext Lisbon webpage. The data analysis was performed using the structural equation modeling method. The results proved that the organizational performance based on accounting measures influences the organizational performance based on market measures, the CEO total compensation and the shareholder value creation.

Keywords: agency theory, organizational performance, CEO compensation and shareholder value creation.

## Lista de Siglas

AEE	-----	Análise de Equações Estruturais
CE	-----	Comissão Europeia
CEO	-----	<i>Chief Executive Officer</i>
CFI	-----	<i>Comparative Fit Index</i>
CMVM	---	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CVM	-----	Código dos Valores Mobiliários
EBITDA	-	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization</i>
EM	-----	<i>Expectation Maximization</i>
EPS	-----	<i>Earnings Per Share</i>
EUA	-----	Estados Unidos da América
gl	-----	graus de liberdade
IAS	-----	<i>International Accounting Standard</i>
MEE	-----	Modelos de Equações Estruturais
ML	-----	Máxima Verosimilhança
MVA	-----	<i>Market Value Added</i>
NNFI	-----	<i>Non-Normed Fit Index</i>
PSI	-----	<i>Portuguese Stock Index</i>
RAM	-----	Região Autónoma da Madeira
RMR	-----	<i>Root Mean Square Residual</i>
RMSEA	--	<i>Root Mean Square Error of Approximation</i>
ROA	-----	<i>Return On Assets</i>
ROE	-----	<i>Return On Equity</i>
ROI	-----	<i>Return On Investment</i>
ROS	-----	<i>Return On Sales</i>
SEC	-----	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SRMR	---	<i>Standardized Root Mean Square Residual</i>
TLI	-----	<i>Tucker-Lewis Index</i>
US	-----	<i>United States</i>
VIF	-----	Fator de Inflação da Variância
WLS	-----	Mínimos Quadrados Ponderados

## Índice Geral

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>1</b>
<b>I ENQUADRAMENTO TEÓRICO</b> .....	<b>4</b>
I.1 Teoria da Agência .....	4
I.1.1 Relação de Agência .....	4
I.1.2 Problema de Agência .....	5
I.1.3 Custos de Agência .....	8
I.1.4 Contrato de Agência.....	9
I.1.5 Correntes da Teoria da Agência .....	11
I.1.6 A Teoria da Agência e a Investigação em Contabilidade de Gestão .....	12
I.1.7 Críticas à Teoria da Agência .....	17
I.2 Remuneração Total do CEO.....	18
I.3 Desempenho Organizacional.....	20
I.3.1 Desempenho Organizacional Baseado em Indicadores Contabilísticos .....	22
I.3.2 Desempenho Organizacional Baseado em Indicadores de Mercado.....	25
I.4 Criação de Valor para o Acionista .....	29
I.5 Formulação das Hipóteses de Investigação .....	30
<b>II METODOLOGIA</b> .....	<b>33</b>
II.1 Objetivo do Estudo.....	33
II.2 Modelo de Análise .....	33
II.3 Recolha de Dados .....	35
II.4 Objeto do Estudo .....	37
II.5 Técnicas Estatísticas e Tratamento de Dados .....	41
II.6 Pressupostos da Análise de Equações Estruturais .....	42
II.7 Qualidade do Ajuste.....	45
<b>III ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS</b> .....	<b>48</b>
III.1 Caracterização da Amostra .....	48
III.2 Análise Descritiva .....	50
III.3 Diagnóstico dos Pressupostos da Análise de Equações Estruturais .....	53
III.4 Diagnóstico da Qualidade do Ajuste.....	55
III.5 Estimativas Estandarizadas e Significância das Trajetórias .....	56
III.6 Discussão.....	59
<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>61</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	<b>63</b>
<b>ANEXO I</b> .....	<b>79</b>
<b>ANEXO II</b> .....	<b>86</b>
<b>ANEXO III</b> .....	<b>88</b>

## Índice de Tabelas

<i>Tabela 1.</i> Amostra. ....	39
<i>Tabela 2.</i> Tipo de entidades: identificação e números (absolutos e relativos). ....	48
<i>Tabela 3.</i> Peso relativo de volume de negócios, colaboradores e ativo total líquido por tipo e por ano. ....	49
<i>Tabela 4.</i> Análise descritiva por medida e por ano. ....	50
<i>Tabela 5.</i> Análise descritiva por medida e por índice. ....	51
<i>Tabela 6.</i> Análise descritiva por medida e por tipo de entidades. ....	52
<i>Tabela 7.</i> Distância quadrada de <i>Mahanalobis</i> . ....	53
<i>Tabela 8.</i> Avaliação da normalidade. ....	54
<i>Tabela 9.</i> <i>Missing values</i> por variável. ....	54
<i>Tabela 10.</i> Cálculo do VIF e da Tolerância. ....	55
<i>Tabela 11.</i> Resultados dos testes de diagnóstico da qualidade do modelo. ....	56
<i>Tabela 12.</i> Resultados estatísticos das hipóteses formuladas. ....	58
<i>Tabela 13.</i> Análise da variabilidade. ....	58
<i>Tabela 14.</i> Síntese dos resultados das hipóteses de investigação. ....	59

## Índice de Figuras

<i>Figura 1.</i> Modelo hipotético de análise. ....	34
<i>Figura 2.</i> Distribuição das entidades por localização das sedes. ....	49
<i>Figura 3.</i> Modelo final de equações estruturais. ....	57

## INTRODUÇÃO

Doubleday e Wagner (2009) referiram que o paradigma do governo das sociedades mudou dramaticamente no que respeita à remuneração do presidente da comissão executiva (*Chief Executive Officer* – CEO, de acordo com a sigla anglo-saxónica universalmente utilizada). No passado, os investidores não tinham uma voz ativa sobre como os CEO eram pagos. Se os acionistas estavam descontentes, tinham poucos recursos disponíveis para além de vender as suas ações. Segundo os mesmos autores, as recomendações do conselho executivo sobre a remuneração do CEO eram aprovadas pelas respetivas comissões de remuneração/vencimentos com pouca independência, utilizando as empresas concorrentes como forma de avaliar a competitividade da remuneração ou para fixarem objetivos de desempenho, na medida em que esses objetivos chegassem, sequer, a existir.

Atualmente, a literatura (e.g., Lilling, 2006; Ozkan, 2007; Shaw & Zhang, 2010) tem demonstrado que a determinação da remuneração dos CEO mudou drasticamente. Os investidores passaram a deter influência significativa e uma palavra a dizer em matéria de remuneração. Segundo Doubleday & Wagner (2009), o conselho executivo enfrenta um escrutínio cada vez mais apertado por parte dos acionistas, imprensa, legisladores e reguladores, enquanto tenta, ao mesmo tempo, conciliar o interesse de investidores e CEO. Os CEO passaram a ocupar um lugar secundário num processo que costumavam liderar. Um sistema de avaliação de desempenho forte determina se o interesse do *stakeholder* é ou não defendido, proporcionando uma base para a tomada de decisão. Estes desenvolvimentos estão a reposicionar a remuneração dos CEO, com as empresas a otimizar a ligação entre remuneração e desempenho, através de incentivos de curto e longo prazo.

A relação entre a remuneração do CEO e a criação de valor para o acionista também tem merecido a atenção dos investigadores ao longo do tempo. De acordo com Gong (2011), os académicos, os legisladores e a imprensa têm debatido os níveis elevados da remuneração dos CEO, questionando se são consistentes ou não com o interesse dos acionistas. Segundo este autor, os estudos existentes não demonstram resultados consistentes sobre o resultado do desempenho da remuneração do CEO, tendo, em vez disso, levantado preocupações acerca da capacidade da remuneração para alinhar os interesses do CEO e acionistas. Diversos exemplos da falta de alinhamento desses interesses surgiram durante a chamada crise do “*subprime*”, destacando-se o caso da remuneração dos CEO de *Wall Street*, originando uma forte discussão nos EUA.

Segundo a *The Financial Crisis Inquiry Commission* (2011), face ao aumento da escala, das receitas e da rentabilidade das empresas, a remuneração dos executivos disparou. Por exemplo, enquanto John Gutfreund, CEO da *Salomon Brothers* e o mais bem pago de *Wall Street*, recebeu \$3,2 milhões em 1986, a remuneração total de Stanley O’Neal, CEO da *Merrill Lynch*, alcançou os \$91 milhões em 2006. Lloyd Blankfein, CEO da *Goldman Sachs*, recebeu \$68,5 milhões em 2007, e no mesmo ano Richard Fuld, CEO da *Lehman Brothers*, e Jamie Dimon, CEO da *JP Morgan Chase*, receberam \$34 milhões e \$28 milhões, respetivamente.

Todas estas empresas acabaram por aderir, no final de 2008, ao *Troubled Asset Relief Program*, o que lhes permitiu aceder ao apoio financeiro do governo federal norte-americano para ultrapassarem as dificuldades em que se encontravam.

Em 2008 e 2009, a *American International Group Inc.* (AIG) pagou \$450 milhões em bónus aos seus executivos da divisão de produtos financeiros (Andrews & Baker, 2009; Plevin, 2009; The Economist, 2009a). Essa divisão foi a principal responsável pelo colapso da empresa, causando perdas massivas de milhares de milhões de dólares, o que obrigou o governo federal norte-americano a injetar \$173,3 mil milhões para evitar a insolvência da empresa. Ao mesmo tempo, o preço das ações caiu de \$183,17 (fecho) em 18 de setembro de 2007, para \$36,28 (fecho) em 17 de setembro de 2008 (NASDAQ, 2015). Depois destes eventos, Timothy Geithner, Secretário do Tesouro, exigiu à AIG que estabelecesse uma ligação entre a remuneração e o desempenho organizacional (Andrews & Baker, 2009).

A relação entre desempenho organizacional, remuneração do CEO e criação de valor para o acionista, muito investigada nos EUA (e.g., Core, Holthausen & Larcker, 1999; Carpenter & Sanders, 2002; Banker, Darrough, Huang & Plehn-Dujowich, 2013), foi ainda pouco explorada em Portugal. Os estudos já realizados (e.g., Moreira, 2011; Ferreira, 2013; Rodrigues, 2014) centraram-se na composição da remuneração dos Conselhos de Administração/Comissões Executivas, na sua relação com o desempenho financeiro e nas limitações legais impostas à remuneração. Contudo, permanece por estudar a influência da remuneração do CEO na criação de valor para o acionista ou a influência dos diferentes tipos de indicadores de desempenho organizacional (contabilísticos e de mercado) na remuneração do CEO e na criação de valor para o acionista.

Considerando estas lacunas na investigação atual, o objetivo da presente investigação foi dividido em duas partes. A primeira pretende verificar se o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia o desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado e se o desempenho organizacional, baseado em indicadores contabilísticos e indicadores de mercado, influencia a remuneração total do CEO. A segunda pretende verificar se o desempenho organizacional, baseado em indicadores contabilísticos e indicadores de mercado, e a remuneração total do CEO influenciam a criação de valor para o acionista. Este estudo recorre às premissas da teoria da agência para construir o modelo de análise. A amostra é composta pelas sociedades admitidas à negociação no mercado regulamentado *Eurolist by Euronext Lisbon*. Os dados foram recolhidos dos Relatórios e Contas Anuais, que incluem as Demonstrações Financeiras Consolidadas, dos Relatórios sobre o Governo Societário e da página *web* da *Euronext Lisbon*. A Análise de Equações Estruturais (AEE) é o método selecionado para o tratamento de dados.

Esta investigação pretende contribuir, em termos teóricos, para o esclarecimento da posição, nas empresas cotadas em Portugal, da remuneração do CEO face aos diferentes tipos de indicadores de desempenho organizacional (contabilísticos e de mercado) e, também, para a aferição da posição da criação de valor para o acionista tendo em conta o comportamento do desempenho organizacional e da remuneração do CEO. Em termos

práticos, pretende-se contribuir para o esclarecimento dos acionistas e restantes *stakeholders* sobre a influência do desempenho organizacional sobre a remuneração do CEO e o impacto desta sobre a criação de valor para o acionista.

A presente investigação encontra-se dividida em três pontos. No primeiro ponto são tratados os conceitos teóricos subjacentes à teoria da agência e são apresentados os conhecimentos teóricos relativos às variáveis de que se serve o estudo para suportar as questões chave a que se propõe responder. O segundo ponto aborda os objetivos do estudo, o modelo de análise, a caracterização da amostra, o processo de recolha de dados e as técnicas estatísticas de tratamento dos dados seleccionadas. O terceiro ponto inicia com a caracterização da amostra, seguindo-se a análise descritiva das medidas. São analisados os resultados obtidos face aos pressupostos da AEE, é feita a avaliação da qualidade do ajuste e são referidos os resultados obtidos pelos testes aplicados ao modelo. Por último, antes da discussão teórica dos resultados, são analisados os coeficientes de trajetória estandardizados, os coeficientes de correlação múltiplos e os respetivos níveis de significância que permitem avaliar as relações previstas no modelo e determinar os resultados das hipóteses de investigação.

## **I ENQUADRAMENTO TEÓRICO**

Este ponto trata os conceitos teóricos subjacentes à teoria da agência. Desde a relação, problema, custos, contrato e correntes da teoria da agência, até à sua utilização na investigação em contabilidade de gestão e às críticas que lhe foram sendo endereçadas ao longo do tempo. Também são introduzidas as variáveis de que se serve este estudo para analisar as questões chave a que se propõe responder. Os vários estudos que os investigadores académicos produziram sobre a remuneração do CEO, desempenho organizacional (baseado em indicadores contabilísticos e de mercado) e a criação de valor para o acionista são evocados para expor e reforçar a exequibilidade, importância e pertinência do estudo. Este ponto termina com a construção e formalização das hipóteses de investigação sustentadas na revisão de literatura.

### **I.1 Teoria da Agência**

Neste subponto, é revisitada a literatura existente sobre a teoria da agência, expondo-se os conceitos principais, nomeadamente a relação de agência (e.g., Ross, 1973), o problema de agência (e.g., Eisenhardt, 1989), os custos de agência (e.g., Jensen & Meckling, 1976) e o contrato de agência (e.g., Tosi, Katz & Gomez-Mejia, 1997). Esta subsecção termina com as críticas à teoria (e.g., Baiman, 1990) e a utilização da mesma na investigação académica em contabilidade de gestão (e.g., Lambert, 2001).

#### **I.1.1 Relação de Agência**

Berle e Means (1932) sustentaram que, previamente à revolução industrial, o trabalhador e, simultaneamente, proprietário detinha interesses na sua empresa, poder sobre esses interesses e agia de acordo com eles. Segundo os mesmos autores, durante o século XIX, a produção industrial revolucionou as empresas e ocorreu uma divisão: o proprietário continuou a deter os interesses e poder sobre esses interesses, mas a gestão em função dos mesmos passou a ser delegada a um grupo independente – os executivos. De acordo com este novo paradigma, os proprietários delegavam a gestão das suas empresas aos executivos, passando a receber a parte dos resultados que lhe coubesse, enquanto os executivos geriam a empresa, presumivelmente, no interesse dos proprietários, em troca de uma remuneração. A distinção entre propriedade e gestão passou a ser a diferença entre deter e gerir um ativo (Berle & Means, 1932).

A divisão que surgiu após a revolução industrial entre proprietários e gestores, com os primeiros a deterem a propriedade, mas não um controlo significativo, e os últimos a deterem o controlo, mas não uma propriedade significativa, originou uma nova relação nas empresas (Berle & Means, 1932), a chamada “relação de agência” (Ross, 1973). Ross (1973) definiu esta

relação como uma das formas mais antigas e comuns de interação social. Segundo este autor, uma relação de agência surge entre duas ou mais partes quando uma, designada de agente, age para, no benefício de, ou em representação de outra, designada de principal, no domínio particular da tomada de decisão. Jensen e Smith (1985) acrescentaram que a relação de agência é um contrato no qual o principal encarrega o agente de tomar decisões em seu benefício, envolvendo a delegação da autoridade ao agente.

Apesar de vários autores (e.g., Berle & Means, 1932; Jensen & Smith, 1985) terem referido a existência de um novo paradigma nas relações dentro das empresas, segundo Shapiro (2005), foi no início dos anos 70 do século XX que a relação de agência começou a ser investigada pelos acadêmicos (e.g., Ross, 1973; Jensen & Meckling, 1976). Os exemplos de relação de agência são vários, desde o contrato entre empregador e trabalhador (Ross, 1973), até à relação entre um autor e um editor (Shapiro, 2005), sendo que a relação de agência mais comum na literatura é aquela que se estabelece entre o CEO e os acionistas (Jensen & Murphy, 1990; Hendry, 2002).

Segundo Eisenhardt (1989), Bloom e Milkovich (1998) e Christensen, Feltham e Sabac (2003), a relação de agência assume que as partes (principal e agente) estão sujeitas a três pressupostos comportamentais: racionalidade, aversão ao esforço e aversão ao risco. A racionalidade existe porque permite aos agentes e aos principais anteciparem e avaliarem a probabilidade de contingências futuras em função dos seus próprios interesses (Baiman, 1990). A aversão ao esforço existe porque os agentes procuram despende o menor trabalho possível nas suas tarefas sem, no entanto, diminuir a remuneração (Bloom & Milkovich, 1998). A aversão ao risco existe porque a segurança no emprego e o rendimento dos agentes está associada a uma única entidade (Balkin, Markman & Gomez-Mejia, 2000; Wright, Mukherji & Kroll, 2001). Neste particular, Wiseman e Gomez-Mejia (1998) referiram que, ao contrário do agente, o principal é neutro ao risco porque beneficia do efeito de diversificação. Por exemplo, um investidor pode diversificar a sua carteira de ações por várias empresas (Easterbrook, 1984). Balkin et al. (2000) defenderam que esta diferença de atitude face ao risco potencia um conflito de interesses entre o agente e o principal, com o agente a privilegiar decisões conservadoras para reduzir a exposição ao risco e o principal a privilegiar a maximização dos resultados.

### **I.1.2 Problema de Agência**

Quando o proprietário (principal) detinha o controlo sobre a empresa podia assegurar que tomava decisões de acordo com o seu próprio interesse, “mas existe alguma justificação que assegure que os executivos (agentes) vão agir no melhor interesse dos proprietários?” (Berle & Means, 1932, p. 121). A resposta a esta questão não é direta, dependendo do grau de consonância existente entre os interesses do principal e dos agentes (Nyberg, Fulmer, Gerhart & Carpenter, 2010; Sieger, Zellweger & Aquino, 2013).

Berle e Means (1932) referiram que os proprietários têm interesses bem definidos nas empresas, desde os resultados até ao mercado de títulos. Segundo estes autores, esses interesses são a maximização dos resultados, através da assunção de um razoável grau de risco, que uma grande parte dos resultados seja distribuída, sem prejudicar o interesse estratégico da empresa, que nada aconteça que prejudique a distribuição de resultados e, por último, que as ações da empresa sejam avaliadas no mercado a um preço justo. Contrariamente aos interesses dos proprietários, bem definidos, os interesses dos executivos não são tão evidentes (Berle & Means, 1932). Os executivos pretendem maximizar os resultados, através da assunção do menor risco possível, mas, tal como questionaram Berle e Means (1932, p. 122), “os executivos pretendem manter condições de mercado favoráveis aos proprietários?” ou “o objetivo principal é obter benefícios para si próprios?”

Jensen e Meckling (1976) referiram que, se ambas as partes maximizarem a utilidade, há uma boa razão para acreditar que o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal, originando o chamado “problema de agência”. O problema de agência ocorre quando partes que cooperam entre si têm diferentes objetivos e visões do trabalho (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989), ou seja, quando o comportamento cooperativo que maximiza o interesse das partes não coincide com o interesse individual de cada parte interveniente (Baiman, 1990). Segundo Zajac e Westphal (1994) e Chua, Chrisman e Sharma (2003), o problema de agência surge quando a relação de agência se caracteriza pela divergência de interesses, assimetria de informação e racionalidade limitada. Estas três características são descritas e ilustradas sucintamente nos parágrafos seguintes.

A divergência de interesses resulta da prossecução de objetivos diferentes pelo principal e pelo agente (Zajac & Westphal, 1994; Chua et al., 2003). Um exemplo evidente da presença desta característica numa relação de agência é o modelo de gestão dos serviços prisionais em regime de parceria público-privada nos EUA. A empresa *Corrections Corporation of America* (agente) possui, opera e gere prisões em diversos estados norte-americanos, recebendo, em contrapartida, indemnizações compensatórias estaduais e federais (principais). O objetivo dos governos estadual e federal é punir e reabilitar os criminosos, mas o objetivo da empresa é maximizar resultados, atrair investidores e crescer através da diminuição dos custos e da manutenção de uma população prisional e reincidência elevadas, tal como a empresa destacou na apresentação dos resultados do terceiro trimestre de 2010 (Corrections Corporation of America, 2010; Traub, 2010).

A assimetria de informação refere-se ao facto do agente conhecer melhor as suas decisões, capacidades, motivações, criatividade e esforço do que o principal (Zajac & Westphal, 1994; Chua et al., 2003). Akerlot (1970) utilizou o mercado automóvel para ilustrar a assimetria de informação que, segundo o autor, captura a essência do problema. O autor argumentou que existem quatro tipos de automóveis: novos, usados, bons e maus (designados por limões nos EUA). Os compradores adquirem um automóvel usado sem saberem se este é bom ou é um limão, mas, depois de o possuírem por um período de tempo, formam uma boa opinião acerca da sua qualidade. A assimetria de informação ocorre quando os vendedores (inicialmente

compradores) têm maior conhecimento sobre a qualidade de um automóvel do que os compradores (Akerlot, 1970).

Segundo Zajac e Westphal (1994), a literatura da teoria da agência designa as duas características da assimetria de informação de seleção adversa e risco moral. A seleção adversa (ou informação escondida, segundo Macintosh e Quattrone [2010]) designa o desconhecimento pelo principal das características intrínsecas do agente. O risco moral (ou ação escondida, segundo Macintosh e Quattrone [2010]) designa o desconhecimento pelo principal das decisões e ações desenvolvidas pelo agente.

Kaplan e Atkinson (1998) referiram que a seleção adversa define a dificuldade do principal em selecionar um gestor com as competências adequadas para desempenhar a tarefa que lhe é atribuída. Retomando o exemplo do mercado de automóveis usados de Akerlot (1970), se os automóveis bons e maus forem transacionados ao mesmo preço, o comprador é incapaz de selecionar o automóvel bom, e pode acabar a pagar o preço de um automóvel bom em troca de um automóvel mau. Segundo Kaplan e Atkinson (1998), o risco moral pode ser definido como o pagamento pelo principal de uma remuneração ao agente sob condições em que a contribuição do agente para a organização não pode ser mensurada. Nesta circunstância, oferecer ao agente um contrato de remuneração fixa não é adequado, já que motiva-o a diminuir o nível de esforço real relativamente ao acordado no contrato (Stevens & Thevaranjan, 2010). O risco moral foi amplamente discutido durante e após a crise financeira de 2008 nos EUA. Segundo a *Financial Crisis Inquiry Commission* (2011), o resgate pelo governo federal do *Bear Stearns* (banco de investimento) em março de 2008 criou um significativo risco moral, já que assegurava a continuidade das empresas independentemente de quão má fosse a sua gestão. Para Eisenhardt (1989), o risco moral e a seleção adversa resumem-se, respetivamente, à falta de esforço do agente e à má perceção da capacidade do agente.

A racionalidade limitada designa a incapacidade dos proprietários preverem todas as opções futuras ou não deterem capacidades para processarem toda a informação, lidar com a complexidade e desenvolver ações ótimas atendendo à maximização dos seus interesses (Chua et al., 2003). Também os agentes são afetados por esta característica (Mellahi & Collings, 2010) e, para lidarem com a limitação da análise de informação complexa e incompleta, baseiam as suas decisões apenas em parte da informação disponível, podendo resultar em enviesamentos num contexto de tomada de decisão complexa.

Simon (1991) representou a racionalidade limitada através da *US Steel Corporation*. Segundo o autor (famoso pela teoria da racionalidade limitada [The Economist, 2009b]), há uma década atrás a *US Steel Corporation* começou a diminuir as suas operações no setor do aço e a direcionar a maioria do seu capital para a aquisição de ativos na indústria do petróleo. A motivação para esta mudança de estratégia foi uma representação particular dos propósitos da empresa. Se, há poucos anos, fosse perguntado aos executivos quais eram os objetivos da empresa, eles iriam responder “fabricar e comercializar o aço de forma eficiente e rentável” (Simon, 1991, p. 133). Seria difícil para esses executivos descreverem a empresa sem uma forte ênfase no aço. Mas, perante o novo paradigma da empresa, foi necessária uma nova

representação. Apesar de ainda existirem departamentos na empresa onde é utilizada a palavra ação, na nova representação a política fundamental passou a ser investir os fundos disponíveis de forma a obter a máxima rentabilidade. Dentro deste quadro, são necessárias novas competências, como as de um banqueiro de investimentos. Para Simon (1991), este caso representa a capacidade limitada de os indivíduos se adaptarem de forma ótima e satisfatória a ambientes complexos. A relação entre o CEO e os acionistas de uma empresa assenta na definição de relação de agência. Por isso, os problemas daí resultantes, relacionados com a separação entre a propriedade e o controlo, estão intimamente relacionados com o problema de agência (Jensen & Meckling, 1976).

### **I.1.3 Custos de Agência**

O principal pode incorrer em perdas, os chamados “custos de agência”, sempre que o agente prossiga objetivos diferentes do principal (Jensen & Meckling, 1976). Segundo Tosi, Werner, Katz e Gomez-Mejia (2000), tal decorre do problema de agência anteriormente abordado, isto é, os agentes são avessos ao risco e têm interesses próprios que podem diferir dos interesses do principal. Estes pressupostos indicam que o agente pode desenvolver ações com base numa agenda própria que vise cumprir os seus próprios objetivos (Tosi et al., 2000). Por exemplo, o agente pode conduzir a empresa a um programa diversificado de fusões e aquisições, designado por “construção de impérios” (Jensen, 1986), com retornos inexistentes, ou mesmo negativos para o principal, aumentando o tamanho da empresa e a sua remuneração, e diminuindo o risco de negócio bem como o retorno a ele associado (Hope & Thomas, 2008).

Jensen e Meckling (1976) referiram que os custos de agência surgem em qualquer relação que envolva esforços de cooperação entre duas ou mais partes. Estes autores definiram os custos de agência como a soma das despesas incorridas com um sistema de monitorização, das despesas de ligação e da perda residual. O sistema de monitorização destina-se a limitar as atividades anormais do agente. As despesas de ligação destinam-se a garantir que o agente não desenvolva determinadas ações que prejudiquem o principal ou a assegurar que este seja recompensado se tais ações existirem. A perda residual designa a redução dos benefícios para o principal em consequência da divergência de interesses entre o principal e o agente, mesmo após a implementação de um sistema de monitorização e da realização de despesas de ligação.

O principal enfrenta três problemas para reduzir os custos de agência (Tosi et al., 2000). Primeiro, o principal não pode, facilmente, estruturar e supervisionar as atividades do agente. Segundo, o agente conhece muito melhor os processos organizacionais e a adequação das decisões sobre o negócio do que o principal. Terceiro, o agente assume uma posição que lhe permite utilizar recursos da organização para prosseguir objetivos incompatíveis com a defesa do melhor interesse do principal.

Bloom e Milkovich (1998) referiram que é necessário induzir os agentes, preocupados com o interesse próprio, com a maximização da utilidade e avessos ao risco, a agir em benefício do principal e, assim, aumentar o valor/desempenho da empresa. Para isso, o principal deve procurar estabelecer um contrato com o agente que inclua o desenvolvimento de um sistema de monitorização do comportamento e das decisões do agente.

#### **I.1.4 Contrato de Agência**

O conceito de contrato é central na teoria da agência, distinguindo-se da economia clássica e neoclássica, em que as forças do mercado atuavam como mecanismo disciplinador do proprietário que geria o negócio ativamente (Tosi et al., 1997). A unidade de análise da teoria da agência é o contrato que estabelece a relação de trabalho entre o principal e o agente (Eisenhardt, 1989), contendo os direitos e responsabilidades de cada parte (Baiman, 1990). Este contrato inclui acordos de remuneração, sistemas de informação, funções atribuídas ao agente e os direitos do principal (Baiman, 1990). É também através do contrato que o principal procura ligar os interesses do agente aos seus próprios interesses (Tosi et al., 1997).

Eisenhardt (1989) referiu que o foco da teoria passa por determinar o contrato mais eficiente, dados os pressupostos existentes sobre os indivíduos, as organizações e a informação. Este autor resume o foco de análise à seguinte questão: “um contrato orientado para o comportamento (salários e hierarquia) é mais eficiente do que um contrato orientado para os resultados (comissões, opções sobre ações e transferência de propriedade)?” (Eisenhardt, 1989, p. 58). Respondendo a esta questão, a teoria desenvolvida sobre a eficiência do contrato de agência indica duas alternativas que podem ser seguidas pelo principal para solucionar o problema principal-agente (Tosi et al., 2000). Primeira, quando o principal tem informação completa acerca dos esforços do agente, o contrato mais eficiente baseia-se na observação do comportamento do agente (monitorização). A seleção desta alternativa permite evitar que um contrato baseado nos resultados transfira, desnecessariamente, riscos para o agente que, presumivelmente, é avesso ao risco. A teoria da agência refere-se a esta alternativa como a “primeira melhor” para solucionar o problema principal-agente. Na segunda alternativa, quando o principal não consegue observar o esforço do agente e a assimetria de informação é elevada, resta ao principal transferir o risco para o agente, através de um contrato de incentivos. Esta alternativa é referida como a “segunda melhor” solução.

Tosi e Gomez-Mejia (1989) definiram monitorização como a observação direta ou indireta do esforço ou comportamento do agente durante um determinado período de tempo. Esta monitorização pode ser alcançada através da orçamentação, do controlo contabilístico, de regras e de políticas. Os mesmos autores consideraram os sistemas de incentivos como estruturas de recompensas desenvolvidas com o objetivo de induzir os executivos a tomar decisões no melhor interesse dos acionistas. O alinhamento dos interesses entre o principal e o

agente pode ser conseguido através de contratos que tornem a remuneração dos agentes dependente dos resultados do desempenho (Tosi et al., 1997).

Baiman (1990) referiu, sobre o problema de equilíbrio do contrato de agência, que se o principal suportar a totalidade do risco associado ao negócio e pagar ao agente, avesso ao risco, uma remuneração fixa, não incentiva o agente, avesso ao esforço, a trabalhar. Mas se o principal transferir a totalidade do risco de negócio para o agente, avesso ao risco, irá gerar ineficiências. Bloom e Milkovich (1998) referiram que a literatura é ambígua sobre como este equilíbrio pode ser alcançado.

Segundo Tosi et al. (1997), a monitorização e o sistema de incentivos podem ser tanto substitutos como complementares. São substitutos se o esforço do agente ou os resultados do esforço do agente puderem ser avaliados com precisão. São complementares quando não é possível avaliar com precisão tanto o comportamento do agente como os resultados. Estes autores defenderam que o sistema de incentivos e a monitorização têm efeitos complementares no desempenho do agente, devendo ser utilizados em simultâneo. As razões para utilizar sistemas de incentivos são a racionalidade limitada, incerteza e subjetividade dos sistemas de monitorização. As razões para utilizar um sistema de monitorização são o oportunismo dos agentes, ao selecionarem métodos contabilísticos que maximizam os resultados no curto prazo, e a redução de despesas de investigação e desenvolvimento ou de capital, que melhoram os resultados de curto prazo à custa de prejuízo nos resultados de longo prazo.

Na mesma linha de Tosi et al. (1997), Bloom e Milkovich (1998) referiram que a resolução do problema de agência não depende de uma seleção direta entre sistemas de monitorização e de incentivos. Segundo estes autores, desde que o desempenho possa ser medido tanto pelas ações como pelos resultados dessas ações, a primeira escolha do principal centra-se em criar um equilíbrio entre a remuneração base (baseada no comportamento) e os incentivos (baseados nos resultados). O contrato de agência tem de refletir um equilíbrio, ao utilizar incentivos suficientes para alinhar os interesses do agente com os interesses do principal, sem transferir demasiado risco e variabilidade remuneratória para o agente. Este equilíbrio é designado, na teoria da agência, por “contrato ótimo de remuneração” que maximiza os retornos para o principal através de modificações à estrutura de monitorização e remuneração do agente com o objetivo de alcançar as variações pretendidas no sucesso organizacional (Bloom & Milkovich, 1998).

O contrato ótimo de remuneração visa, com a menor remuneração possível, maximizar o esforço do agente (Kuang & Moser, 2009) e, em simultâneo, minimizar os custos de agência, recorrendo, para esse efeito, a pacotes de remuneração (Bebchuk, Fried & Walker, 2001). Esses pacotes de remuneração pretendem atrair e reter executivos competentes, proporcionar incentivos para os executivos agirem no interesse dos acionistas e minimizar os gastos gerais (Bebchuk et al., 2001). O contrato ótimo de remuneração é um resultado equilibrado entre o principal e o agente, baseado no respetivo poder de negociação (Wu, Zhao & Tang, 2014). Segundo Bebchuk e Fried (2003), a contratação ótima reconhece que o CEO tem um problema

de agência e não procura, por si só, maximizar o valor para o acionista. O conselho de administração, no interesse dos acionistas, proporciona os incentivos ao CEO, através dos pacotes de remuneração, atendendo à relação custo-benefício. Bebchuk et al. (2001) descreveram três mecanismos que otimizam os incentivos e a criação de valor para o acionista através da remuneração do executivo: (1) a seleção, pelo conselho de administração, da estrutura de remuneração que maximiza o valor para o acionista; (2) condicionamento do executivo, através de forças do mercado, a selecionar a estrutura de remuneração que melhor serve os interesses do acionista; e (3) o recurso, pelo acionista, ao sistema judicial para impugnar acordos de remuneração que não sejam do seu interesse.

### **I.1.5 Correntes da Teoria da Agência**

Segundo Jensen (1983), Baiman (1990), Subramaniam (2006) e Gong e Tse (2009), desde a sua origem na economia, a teoria da agência evoluiu em duas correntes: a corrente positivista (ou modelo de Rochester, segundo Subramaniam [2006]) e a corrente principal-agente. As duas correntes partilham uma unidade comum de análise, o contrato entre o principal e o agente, e pressupostos sobre indivíduos (interesse próprio e aversão ao risco), organizações (conflito de interesses) e informação (como um bem e mecanismo de monitorização) (Ekanayake, 2004; Gong & Tse, 2009). Segundo Baiman (1990), as correntes fornecem uma ferramenta similar para analisar a interação dos indivíduos com interesses próprios dentro de um contexto económico. Ambas as correntes pretendem explicar as causas da perda de eficiência criada pelo desvio do comportamento cooperativo para o comportamento de interesse próprio e analisar os diferentes processos de controlo (sistemas de monitorização, orçamentação e contratos de emprego) para mitigar a perda de eficiência relacionada com o problema de agência (Baiman, 1990; Subramaniam, 2006).

Eisenhardt (1989) referiu que a corrente positivista se concentra na descrição dos mecanismos de governação que resolvem o problema de agência. Segundo o autor, os mecanismos de governação identificados pela corrente positivista são descritos por duas preposições. A primeira preposição baseia-se no princípio de que os contratos são eficazes a limitar o potencial oportunismo do agente. Os contratos ligam as preferências do agente e principal, já que os benefícios para ambos dependem das mesmas ações e, por conseguinte, os conflitos de interesses são reduzidos. A segunda preposição assume que os sistemas de informação também limitam o potencial oportunismo do agente. Uma vez que esses sistemas informam o principal das ações do agente, este interioriza que não pode enganar o principal. Nilakant e Rao (1994) acrescentaram que esta corrente enfatiza a forma como os gestores são disciplinados pelos incentivos, mercado laboral e mercado de capitais.

Eisenhardt (1989), Nilakant e Rao (1994) e Ekanayake (2004) destacaram os estudos da corrente positivista de Fama (1980), Fama e Jensen (1983) e Jensen (1984). Fama (1980) discutiu o papel de mercados de trabalho e de capitais eficientes como mecanismos de informação utilizados para controlar os interesses próprios dos executivos. Fama e Jensen

(1983) descreveram o papel do conselho de administração como um sistema de informação a que os acionistas podem recorrer para monitorizar o oportunismo dos executivos. Jensen (1984) estendeu o campo da investigação a outras práticas como os chamados “paraquedas dourados”. Os paraquedas dourados designam as cláusulas contratuais que beneficiam os executivos caso seja adquirida outra empresa e haja alterações à estrutura de controlo, por exemplo, pagando um valor, durante um determinado período, que resulta da diferença da remuneração anterior e posterior à aquisição (Jensen, 1984).

Segundo Eisenhardt (1989), a corrente principal-agente foca a sua investigação na relação entre o principal e o agente e o seu paradigma envolve uma cuidada especificação de pressupostos, seguida por uma dedução lógica e prova matemática. Segundo este autor, o foco da literatura é determinar a contratação ótima, comportamento versus resultado, entre o principal e o agente. O modelo simplificado assume um conflito de interesses entre o principal e o agente, racionalidade ilimitada, antecipação e avaliação de todas as possíveis contingências futuras, que os tribunais podem aplicar os contratos com precisão e que o agente é mais avesso ao risco do que o principal (Eisenhardt, 1989; Baiman, 1990). Nilakant e Rao (1994) e Kim e Mahoney (2005) referiram que esta corrente se concentra no desenho antecipado dos contratos de emprego, incluindo sistemas de incentivos, e no desenho dos sistemas de monitorização.

Subramaniam (2006) destacou os estudos da corrente principal-agente de Indjejikian (1999), Baker, Gibbons e Murphy (1994) e Hayes e Schaefer (2000) sobre a elaboração dos contratos. Indjejikian (1999) analisou a relação entre a avaliação de desempenho e a remuneração, e como a teoria de agência foi utilizada para responder às questões fundamentais na área de contabilidade e finanças. O foco principal do autor foi a resposta à questão de como as empresas selecionam indicadores de desempenho para avaliar os executivos, e se a avaliação de desempenho e os sistemas de incentivos têm, realmente, importância. Baker et al. (1994) analisaram a utilização combinada de indicadores de desempenho subjetivos e objetivos em sistemas de incentivos implícitos e explícitos nos contratos de agência. Hayes e Schaefer (2000) desenvolveram uma ferramenta para analisar a utilização de informação não observável (a terceiros) nos contratos de remuneração dos executivos. Segundo os autores, se as empresas utilizarem indicadores de desempenho para remunerarem os executivos de topo e se esses indicadores de desempenho estiverem correlacionados com indicadores futuros de desempenho, então a variação atual na remuneração que não é explicada pela variação atual dos indicadores de desempenho observáveis deve prever a variação futura destes indicadores. Os autores provaram que a variação inesperada na remuneração atual está relacionada com o desempenho futuro.

### **I.1.6 A Teoria da Agência e a Investigação em Contabilidade de Gestão**

A teoria da agência foi um dos paradigmas teóricos mais importantes na contabilidade nos anos 80 e 90 do século XX e início do século XXI (Lambert, 2001, 2007), tendo sido adotada de

forma significativa na investigação em contabilidade nos anos 70 e 80 do século XX (Subramaniam, 2006). Segundo Lambert (2001), a principal característica que tornou esta teoria atrativa para a investigação em contabilidade foi permitir a introdução nos modelos de análise de conflitos de interesse, sistemas de incentivos e respetivos mecanismos de controlo. Este autor referiu que a teoria da agência é utilizada na investigação em contabilidade para responder a duas questões. A primeira refere-se à forma como as características da informação, contabilidade e sistemas de remuneração afetam os incentivos (aumentando-os ou diminuindo-os). A segunda refere-se à forma como a existência dos sistemas de incentivos afeta o desenho e a estrutura da informação, incluindo contabilidade e sistemas de remuneração. Lambert (2001) referiu que, apesar da teoria da agência ter contribuído para o desenvolvimento da contabilidade financeira e da auditoria, a maior contribuição foi dada à contabilidade de gestão.

Rao (2003) e Banerjee (2010) referiram várias definições de contabilidade de gestão, das quais se destacam a de Batty (1982) e a do *Institute of Management Accountants* (2008). Batty (1982) definiu a contabilidade de gestão como o termo utilizado para descrever os métodos contabilísticos, sistemas e técnicas que, juntamente com conhecimento especial e habilidade, apoiam a gestão nas suas tarefas de atingir objetivos, maximizar lucros ou minimizar perdas. O *Institute of Management Accountants* (2008) definiu a contabilidade de gestão como o processo de identificação, mensuração, acumulação, análise, preparação, interpretação e comunicação de informação financeira utilizada pela gestão para planear, avaliar e exercer controlo dentro de uma organização, e assegurar uma adequada utilização dos recursos e responsabilização pela sua utilização. Em 2008, esta entidade alterou a sua definição e acrescentou que a contabilidade de gestão também envolve a elaboração do planeamento e de sistemas de avaliação da gestão. Banerjee (2010) referiu que a contabilidade de gestão lida com informação contabilística que visa a tomada de decisão. Segundo este autor, a contabilidade de gestão é a aplicação da contabilidade à produção e interpretação de informação contabilística e estatística para auxílio à gestão, lidando, por exemplo, com os sistemas de planeamento e controlo.

Para Drury (1992), o foco da contabilidade de gestão é a disponibilização de informação aos indivíduos dentro das organizações para auxiliar a tomada de decisão. Segundo Lambert (2007), estas decisões incluem a alocação de recursos, coordenação, preços, gastos, remunerações e incentivos. O autor referiu que esta informação é fornecida por orçamentos, sistemas de custeio, sistemas de preços de transferência, sistemas de valorização e de avaliação de desempenho (que inclui indicadores de desempenho financeiros e não financeiros). Esses sistemas produzem vários indicadores de desempenho, como gastos, receitas e resultados. É importante que tais indicadores de avaliação de desempenho sejam selecionados adequadamente, já que afetam a forma como as pessoas e as organizações interagem (Lambert, 2001).

Wickramasinghe e Alawattage (2007) referiram que a existência de sistemas de incentivos, sistemas de avaliação de desempenho e diversos sistemas contabilísticos de

responsabilização são legitimados, teoricamente, como um meio para mitigar possíveis perdas relacionadas com o problema de agência. Várias ferramentas (ou práticas, segundo Garg, Ghosh, Hudick e Nowacki [2003]) de contabilidade de gestão podem ser entendidas como sistemas de monitorização, avaliação e incentivos para mitigar o problema de agência. De entre as estratégias de monitorização internas das empresas para mitigar o problema de agência, Wickramasinghe e Alawattage (2007) destacaram a orçamentação e os sistemas de avaliação de desempenho. Segundo Subramaniam (2006), a teoria da agência assume que os sistemas de avaliação de desempenho são maioritariamente desenhados para mitigar os problemas associados a sistemas de incentivos, enquanto a orçamentação é vista como uma importante atividade multifacetada dentro das empresas, que permite fixar objetivos de desempenho para os agentes, facilitar a monitorização e restringir comportamentos. O estudo de Garg, et al. (2003), sobre as práticas de contabilidade de gestão mais utilizadas nas empresas, concluiu que mais de 50% das empresas recorrem à avaliação de desempenho e à orçamentação. Por isso, estes dois tópicos são desenvolvidos, separadamente, nas duas secções de texto abaixo:

### **Avaliação de Desempenho**

A avaliação de desempenho foi identificada como uma função importante da contabilidade de gestão por Emmanuel, Otley, e Merchant (2004) e Wong-On-Wing, Guo, Li e Yang (2007). Neely, Gregory e Platts (2005) definiram a avaliação de desempenho como o processo de quantificar a eficiência e eficácia da ação. Luft (2009) acrescentou que a avaliação de desempenho pode ser utilizada para a atribuição de recompensas como bónus, instrumentos de capital e promoções. A avaliação de desempenho aplica-se tanto a indivíduos como a organizações (Burke & Litwin, 1992) e é, geralmente, operacionalizada por indicadores de desempenho objetivos (Indjejikian & Nanda, 2002). Neely et al. (2005) definiram indicador de desempenho como o indicador de quantificação utilizado para mensurar a eficiência e/ou a eficácia de uma ação. Murphy (2001) referiu que os indicadores de desempenho surgiram da necessidade de criar incentivos e, ao mesmo tempo, estabelecer níveis de remuneração competitivos. De acordo com a literatura existente (e.g., Banker & Hwang, 2008; Banker et al., 2013; Indjejikian, Matějka, Merchant & Stede, 2014), os indicadores de desempenho podem ser fixados em função do desempenho passado de uma empresa ou em função do desempenho de empresas concorrentes.

As teorias económicas da avaliação de desempenho e sistemas de recompensas fazem uso, normalmente, de uma versão linear da teoria da agência (Sloof & Praag, 2008). O principal seleciona o sistema de avaliação de desempenho que especifica os indicadores de desempenho em que se vai basear a remuneração do agente e a função que liga os indicadores de desempenho a essa remuneração (Lambert, 2001). Kunz e Pfaff (2002) identificaram duas funções da avaliação de desempenho que mitigam o problema de agência. Segundo os autores, a defesa pela teoria da agência de que a empresa é uma rede complexa

de contratos constitui um dos pilares principais da teoria da contabilidade. Para estes autores, as organizações económicas modernas são equipas complexas cujo resultado é o conjunto do esforço de vários indivíduos. Como as equipas são forçadas a atingir um determinado nível de eficiência, as tarefas são delegadas a unidades de produção especializadas, que agem em benefício de outras. Essa especialização envolve a dispersão de conhecimento e informação, o que resulta na incongruência de objetivos entre os participantes. Uma vez que a assimetria de informação e os conflitos de interesses representam perdas de eficiência, são necessários procedimentos e mecanismos para mitigar essa perda. A função da avaliação de desempenho nesta circunstância é dupla. Primeiro, pretende controlar o comportamento discricionário ao alinhar os interesses, através do estabelecimento de incentivos contingentes. Segundo, avalia a contribuição de cada indivíduo para o resultado geral, ficando a remuneração condicionada ao desempenho individual. A teoria da agência permite analisar e avaliar a eficiência de tais mecanismos.

Diversos autores (e.g., Indjejikian, 1999; Baiman, Fischer & Rajan, 2001; Baiman, Netessine & Saouma, 2010; Franco-Santos, Lucianetti & Bourne, 2012) recorreram à teoria da agência para estudar a avaliação de desempenho. Indjejikian (1999) fez uma revisão da investigação teórica e empírica, baseada na teoria da agência, sobre a avaliação de desempenho e a remuneração, concluindo que a maioria das relações principal-agente e das práticas de remuneração nas empresas são mais complexas do que prevê o modelo padrão principal-agente. No entanto, a teoria da agência teve um efeito profundo na investigação em contabilidade de gestão. O autor referiu que apesar dos indicadores de desempenho baseados na contabilidade não representarem as consequências futuras de todas as ações presentes, estes podem ser muito úteis para motivar certas tarefas em detrimento de outras.

Baiman et al. (2001) recorreram à teoria da agência para analisar a relação entre o desenho do produto, a cadeia de fornecimento, os indicadores de desempenho e a eficiência da cadeia de fornecimento. Estes autores estudaram a forma como a informação e as propriedades dos incentivos de um indicador de desempenho podem ser influenciadas por uma escolha específica do desenho organizacional, utilizando a teoria da agência. Por último, o estudo de Franco-Santos et al. (2012) desenvolveu uma ferramenta conceptual para explicar a literatura sobre as consequências dos sistemas de avaliação de desempenho contemporâneos e as teorias que explicam essas consequências. A ferramenta baseou-se na revisão de 76 estudos empíricos publicados em jornais académicos nas áreas da contabilidade, operações e estratégia. Os autores classificaram as consequências dos sistemas de avaliação em três categorias: comportamento humano; capacidades organizacionais; e consequências do desempenho.

### **Orçamentação**

A orçamentação é outro dos tópicos mais estudados na contabilidade de gestão (Luft & Shields, 2003; Kilfoyle & Richardson, 2011). Segundo Kilfoyle & Richardson (2011), a literatura

nesta área é dominada por sistemas de orçamentação centrados no agente, recorrendo à teoria da agência a nível do desenho dos sistemas. Os mesmos autores referiram que uma das formas possíveis de concetualizar o processo de orçamentação é focá-lo na alocação dos recursos e responsabilização dentro das organizações. Desenhado nos modelos de contratação, o indivíduo que delega a autoridade e autoriza a utilização dos recursos pode ser considerado de principal, enquanto o indivíduo a quem a autoridade é delegada e os recursos confiados é o agente. O processo de orçamentação, nesta perspetiva, permite ao principal e ao agente negociarem contratos e estabelecerem mecanismos para monitorizar/reportar resultados e recompensar os agentes pelos seus esforços. O orçamento é, assim, estruturado como um contrato que especifica os direitos e as responsabilidades das partes envolvidas (Kilfoyle & Richardson, 2011).

Tal como no caso da avaliação de desempenho, vários autores (e.g., Fisher, Frederickson & Peffer, 2002; Webb, 2002; Heinle, Ross & Saouma, 2014; Liessem, Schedlinsky, Schwing & Sommer, 2015) utilizaram a teoria da agência para a investigação relacionada com a orçamentação. Fisher et al. (2002) estudaram o orçamento participativo, analisando o efeito da assimetria de informação no processo de negociação dos orçamentos. Os autores concluíram que a negociação não tem maiores probabilidades de terminar em acordo se existir assimetria de informação. Webb (2002) estudou o impacto de duas características do contexto organizacional (reputação e variação) em que se baseiam as decisões orçamentais. O autor acrescentou ao quadro da teoria da agência as características pecuniárias e não pecuniárias que influenciam o comportamento quando os orçamentos têm consequências além do período presente. Heinle et al. (2014) recorreram à teoria da agência para comparar o mérito económico dos orçamentos participativos com os orçamentos tradicionais de cima para baixo. Liessem et al. (2015) analisaram os fatores que influenciam a criação de uma folga orçamental (receitas subavaliadas ou despesas sobreavaliadas) no caso de sistemas de incentivos baseados no orçamento. Os autores recorreram à teoria da agência para enquadrar o duplo papel da orçamentação, planeamento e motivação.

Wickramasinghe e Alawattage (2007), citando Walker (1989), referiram que a teoria da agência teve duas interpretações complementares na investigação em contabilidade: como uma teoria normativa da contabilidade e como uma teoria positiva. A teoria normativa foi desenvolvida para determinar práticas contabilísticas economicamente eficientes, ou seja, determinar as práticas contabilísticas (e.g., orçamentação) que mitigam o problema de agência e ajudam as empresas a atingirem o nível ótimo da produção e alocação de recursos. A teoria positiva foi implementada para testar o nível ótimo dos acordos contratuais observados na prática (remuneração, incentivos, sistemas de informação, de responsabilização contabilística, etc.), ou testar a validade empírica dos pressupostos do modelo de agência.

### I.1.7 Críticas à Teoria da Agência

Roslender (2004) referiu que a teoria da agência tem tido destaque nas finanças, mas é concetualizada de forma economicista. O autor reconheceu que, apesar de ter surgido em resposta a um conjunto de problemas financeiros e económicos, rapidamente se transformou numa teoria dedicada a um amplo leque de assuntos. Jensen e Meckling (1976) e Shapiro (2005) criticaram a amplitude da concetualização do problema de agência. Estes autores referiram que o problema de induzir um agente a agir em benefício do principal é bastante generalista, já que existe em todas as organizações onde se desenvolvam esforços que incluam cooperação e em todos os níveis de gestão das empresas. Levinthal (1984) acrescentou que, apesar ou em resultado desta generalização, os modelos de agência falham em capturar muitos dos aspetos importantes do comportamento dentro das organizações.

Macintosh e Quattrone (2010) criticaram a parcialidade da análise à utilização da assimetria de informação. Segundo os autores, a teoria da agência concentra-se nos problemas com que se depara o principal quando o agente utiliza a assimetria de informação em seu benefício. No entanto, a teoria ignora que o proprietário também possa ter acesso privilegiado a informação crucial, como a tecnologia de produção da empresa e a concorrência de mercado, e que possa utilizar essa informação em seu benefício na negociação do contrato, prejudicando deliberadamente o agente. Como os autores concluíram, “a assimetria de informação não é uma rua de sentido único” (Macintosh & Quattrone, 2010, p. 70).

Cohen e Holder-Webb (2006) criticaram o pressuposto comportamental da racionalidade da teoria da agência, referindo que esse pressuposto se confunde com a maximização do interesse próprio. Os autores argumentaram que mesmo um indivíduo que procure maximizar o seu interesse tem muitas razões para decidir de forma diferente, sendo os indivíduos guiados, em parte, pelos interesses societários. Além disso, a teoria ignora que a prossecução do interesse próprio possa ser limitada pela ética e valores sociais do indivíduo. Indjejikian (1999) acrescentou que a noção de muitas relações empregador-empregado envolve acordos informais, entendimentos acerca dos deveres e responsabilidades individuais, avaliação organizacional e práticas de recompensa ignoradas pela teoria da agência.

Broadbent, Dietrich e Laughlin (1996) referiram, criticando o contrato ótimo de remuneração, que a estruturação de um contrato ótimo depende do conhecimento profundo de determinados aspetos, como o processo de produção e as funções de utilidade, e que o resultado produzido pelo agente seja efetivamente mensurável. Indjejikian (1999) criticou os incentivos previstos no contrato ótimo de remuneração, referindo que as empresas têm muitos empregados que interagem e adotam um comportamento coletivo que afeta a natureza dos incentivos da organização para além dos representados pelo modelo clássico de agência.

Nilakant e Rao (1994), citando Perrow (1986), referiram que a teoria da agência negligencia os abusos por parte do principal, desvaloriza temas como o domínio e a autoridade e exagera na prevalência do comportamento de interesse próprio, negligenciando outros tipos de comportamento. Segundo os autores, a teoria também falha em analisar como determinados

aspectos, como a margem organizacional e as políticas de promoção, que têm em conta a duração dos contratos, podem reduzir o efeito da seleção adversa e do risco moral. No mesmo sentido, Broadbent et al. (1996) criticaram a desconsideração, pela teoria, da importância das relações de longo prazo e da confiança que podem induzir o agente a atuar, espontaneamente, no interesse do principal, em vez de responder a obrigações contratuais e a sistemas de incentivos.

Baiman (1990) dividiu a sua crítica à teoria da agência entre a corrente principal agente e a corrente positivista. Segundo este autor, a crítica à corrente principal agente pode ser dividida em três conjuntos. O primeiro conjunto refere-se ao realismo de alguns dos pressupostos subjacentes, nomeadamente a racionalidade ilimitada das partes. O segundo conjunto refere-se à simplicidade dos modelos de análise. Para o autor, os modelos têm uma visão restritiva do ambiente em que a empresa opera, ignorando a análise da interação entre o contrato ótimo de remuneração e o mercado de trabalho e do produto. Os modelos também não consideram o efeito dos mercados de capitais, ao assumir um proprietário único e não um conjunto de proprietários, e também não deixa espaço para mais dois condicionantes do comportamento: a confiança e a equidade. O terceiro conjunto de críticas está relacionado com os resultados dos modelos. Segundo o autor, apesar de se observar a utilização de formas de contrato simples e robustas, como os resultados dos modelos enfatizam a consistência interna, racionalidade e contratação ótima, normalmente acabam por resultar em contratos complexos cuja forma é muito sensível aos pressupostos dos modelos.

A crítica de Baiman (1990) à corrente positivista refere que esta enfatiza a observação dos contratos existentes, uma vez que assume a sua eficiência, negligenciando a construção de contratos ótimos de remuneração. Este paradigma dificulta a explicação sobre qual a motivação para selecionar os contratos observados ou o porquê dos contratos diferirem entre empresas e ao longo do tempo. Versteegen (2001) resumiu a sua crítica à teoria da agência referindo que “parece ser mais popular em argumentos teóricos do que na aplicação prática” (Versteegen, 2001, p. 123). Esta crítica vai de encontro à de vários académicos (e.g., Baiman, 1990; Shapiro, 2005; Subramaniam, 2006) que apontaram a formulação demasiado simplista dos modelos, mas, como referiu Jensen (1994, p. 11) “nenhuma teoria, incluindo a de agência, é perfeita”.

## **I.2 Remuneração Total do CEO**

A remuneração é “a prestação a que, nos termos do contrato, das normas que o regem ou dos usos, o trabalhador tem direito em contrapartida do seu trabalho” (n.º1 do artigo 258º do Código do Trabalho). Para Goergen e Renneboog (2011), a remuneração dos CEO é composta por duas componentes: a remuneração de curto prazo e a remuneração de longo prazo. Segundo estes autores, a remuneração de curto prazo inclui a remuneração base e o bônus baseado no desempenho do último ano. A remuneração base é fixada pelas comissões de remuneração/vencimentos que consideram as tarefas específicas e os desafios a que estão

sujeitos os CEO, a duração do seu mandato, a experiência e a remuneração dos seus concorrentes na mesma função. O bônus anual é determinado, geralmente, a partir de três aspetos: os indicadores de desempenho, os padrões de desempenho e a sensibilidade da relação pagamento/desempenho.

Segundo Goergen e Renneboog (2011), a remuneração de longo prazo inclui opções sobre ações, ações restritas e planos de incentivos de longo prazo. As opções sobre ações fazem parte da remuneração dos executivos desde 1950, tendo ganho expressão a partir de 1990. O objetivo deste tipo de remuneração é combater a aversão ao risco dos executivos e incentivá-los a enveredar por investimentos mais arriscados que maximizem o valor para o acionista. As opções são normalmente emitidas a um preço de exercício igual ao preço de cotação na data de emissão. A maturidade destas opções é, em regra, de 10 anos, podendo ser exercidas após 3 anos de detenção. Nas ações restritas, a propriedade é transferida para os executivos após o cumprimento de determinadas condições (e.g., o cumprimento de objetivos de desempenho). Frequentemente, a remuneração através de ações faz parte dos planos de incentivos de longo prazo. Estes planos só remuneram os executivos caso o desempenho seja adequado, servindo como termo de comparação a esse desempenho o de um grupo dos seus melhores concorrentes (Goergen & Renneboog, 2011). Este conceito de remuneração do CEO foi utilizado nos estudos de Geletkanycz, Boyd e Finkelstein (2001), Cordeiro e Veliyath (2003) e Tosi, Misangyi, Fanelli, Waldman e Yammarino (2004).

Outros autores definiram a variável remuneração do CEO de forma diferente, mas semelhante no resultado final. Tsao, Lin e Chen (2015) definiram esta variável como a soma de duas componentes: remuneração baseada em dinheiro e remuneração baseada em capital. A remuneração baseada em dinheiro inclui a remuneração base e o bônus dependente do cumprimento dos objetivos de desempenho para um ano ou menos. A remuneração baseada no capital inclui as ações restritas, as opções sobre ações, os planos de incentivos de longo prazo e outras remunerações. Esta definição é em tudo semelhante à de Goergen e Renneboog (2011), com a remuneração baseada em dinheiro a substituir a remuneração de curto prazo e a remuneração baseada em capital a substituir a remuneração de longo prazo. A definição de Tsao et al. (2015) é a mesma já utilizada nos estudos de Bengtsson e Hand (2011), Matolcsy e Wright (2011) e Croci, Gonenc e Ozkan (2012).

A variável remuneração do CEO foi ainda definida de uma terceira forma por Miller, Wiseman e Gomez-Mejia (2002). Estes autores definiram a variável “remuneração total do CEO” como a que inclui todas as formas de remuneração (que os autores anteriores dividiram), como a remuneração base, bônus, opções sobre ações, ações restritas e outras remunerações. A variável remuneração total do CEO foi utilizada nos estudos de Cheng (2004), Ozkan (2007), Chhaochharia e Grinstein (2009) e Frydman e Jenter (2010).

No presente estudo, a variável remuneração do CEO é mensurada de acordo com a definição de Miller et al. (2002), remuneração total do CEO. Esta variável inclui todas as formas de remuneração referidas por Goergen e Renneboog (2011), e corresponde à soma das remunerações fixa e variável de divulgação obrigatória pelas sociedades cotadas em Portugal

(que constituem a amostra do estudo). Esta divulgação está prevista no § 77 do ponto IV, Secção D, Parte I, do modelo de relatório de governo societário, anexo ao Regulamento n.º 4/2013, sobre o governo das sociedades, emitido pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), atualmente em vigor, que determina que haja “indicação do montante anual da remuneração auferida (...) pelos membros do órgão de administração da sociedade (...) incluindo a remuneração fixa e variável (...)”.

### **I.3 Desempenho Organizacional**

O desempenho organizacional tem dominado a literatura em gestão estratégica, mas também está presente na economia, finanças e contabilidade (Richard, Devinney, Yip & Johnson, 2009). Combs, Crook e Shook (2005) referiram que o desempenho organizacional tem sido definido de forma muito abrangente como “os resultados sociais e económicos que resultam da interação entre atributos, ações e ambiente de uma organização” (p. 278). Para Carton e Hofer (2006), o conceito de desempenho organizacional é mais específico, baseado na conceção de que uma organização constitui uma associação voluntária de ativos produtivos, incluindo recursos humanos, físicos e de capital, com o objetivo de alcançarem um fim comum. Segundo os autores, as entidades que disponibilizam os ativos só se comprometem com a organização até ao ponto em que estejam satisfeitas com o valor que recebem em troca, tendo em conta as aplicações alternativas para os mesmos ativos. Consequentemente, a essência do desempenho é a criação de valor. Desde que o valor criado pelo uso dos referidos ativos seja igual ou superior ao valor esperado pelas entidades que os cederam, esses ativos continuarão disponíveis para a organização e esta continuará a existir. Por conseguinte, a criação de valor, na ótica do fornecedor do recurso, é o critério geral de desempenho para qualquer organização. Compreender como esse valor é criado tem sido a essência da investigação empírica em gestão.

Richard et al. (2009) referiram, contrariamente a Carton e Hofer (2006), mas em consonância com Combs et al. (2005), que a definição de desempenho organizacional é ainda uma questão em aberto, com poucos estudos a utilizarem uma definição e indicadores consistentes. Segundo os autores, a investigação nesta área é tão comum que a sua estrutura e definição raramente são justificadas. Embora alguns estudos refiram o desempenho organizacional como sinónimo de desempenho financeiro (e.g., Hamann, Schiemann, Bellora & Guenther, 2013), segundo Said, HassabElnaby e Wier (2003), Richard et al. (2009) e Veen-Dirks (2010), o desempenho organizacional vai além do desempenho financeiro das empresas, uma vez que também inclui o desempenho não financeiro (e.g., eficiência, devoluções, reclamações, etc. [Abdel-Maksoud, Dugdale & Luther, 2005]).

Da vasta literatura existente sobre o desempenho organizacional (e.g., Rowe & Morrow, 1999; Tosi et al., 2000; Devinney, Yip & Johnson, 2010), destacam-se os estudos de Murphy, Trailer e Hill (1996), de Combs et al. (2005) e de Richard et al. (2009). Para Murphy et al. (1996), a avaliação de desempenho organizacional é crucial no sucesso e no falhanço das

empresas. O estudo destes autores analisou a literatura sobre o desempenho organizacional em duas fases. Na primeira, examinaram 51 estudos que utilizaram o desempenho organizacional como variável dependente. Na segunda, testaram, numa amostra de empresas, alguns dos indicadores de desempenho mais frequentes. Os autores identificaram 71 indicadores de desempenho diferentes (e.g., *return on investment* [ROI]) distribuídos por oito dimensões (e.g., quota de mercado, alavancagem, liquidez, etc.), sendo as mais comuns a de eficiência, crescimento e resultados. Os autores concluíram que uma larga maioria dos estudos considerava apenas indicadores de avaliação de desempenho financeiros e que poucos incluíam indicadores de mais do que uma ou duas dimensões.

Combs et al. (2005) desenvolveram um modelo de desempenho organizacional e criaram as suas próprias dimensões de avaliação de desempenho. Esse modelo sugeriu que o desempenho organizacional fosse dimensionado em indicadores de retorno contabilístico (e.g., ROI), indicadores de mercado de ações (e.g., Jensen's alpha) e indicadores de crescimento (e.g., crescimento das vendas). Hamann et al. (2013), a partir do estudo de Combs et al. (2005), acrescentaram uma nova dimensão ao desempenho organizacional. Os autores confirmaram duas das dimensões sugeridas por Combs et al. (2005), mercado de ações e crescimento, mas dividiram a dimensão retorno contabilístico em duas: a dimensão de rentabilidade (e.g., rentabilidade das vendas) e a dimensão de liquidez (e.g., *cash flow return on sales*).

Richard et al. (2009) referiram que a avaliação de desempenho organizacional é essencial tanto para os investigadores como para os executivos, já que permite avaliar as ações particulares das empresas e dos executivos e a forma como evoluem e se comportam ao longo do tempo. Estes autores reviram uma seleção de periódicos (e.g., *Journal of Management*, *Journal of International Business Studies*, etc.), entre 2005 e 2007, e identificaram 213 artigos que incluíam o desempenho organizacional como variável dependente, independente ou de controlo, recolhendo um total de 207 indicadores de desempenho organizacional. Richard et al. (2009) referiram ainda que qualquer estudo que procure analisar o desempenho organizacional deve incluir uma teoria forte que aborde dois temas chave: a dimensão do desempenho (e.g., estabelecer que indicadores são apropriadas para o contexto da investigação) e a seleção e combinação de indicadores de desempenho (e.g., estabelecer que indicadores podem ser combinados utilmente e o método de o fazer). O primeiro tema refere-se à natureza do desempenho e o segundo respeita à natureza da mensuração.

Na presente investigação, o desempenho organizacional é medido através das variáveis dependentes “desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos” e “desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado”, conforme os subpontos desenvolvidos nas secções de texto a seguir, de acordo com a classificação atribuída aos diversos indicadores de desempenho organizacional nos estudos de Ittner, Larcker e Randall (2003), Richard et al. (2009) e Gentry e Shen (2010). São ainda consideradas as dimensões do estudo de Murphy et al. (1996) para agrupar os indicadores selecionados que fazem parte de cada uma das variáveis. As limitações, tanto dos indicadores contabilísticos como dos

indicadores de mercado, para avaliarem, individualmente e de forma adequada, o desempenho organizacional justificam a opção pela utilização dos dois tipos de indicadores de desempenho em simultâneo. Diversos autores fizeram a mesma opção nos seus estudos, como Johnson, Young e Welker (1993), Gomez-Mejia e Palich (1997), Harris e Livingstone (2002), Agle, Nagarajan, Sonnenfeld e Srinivasan (2006), Matolcsy e Wright (2011), Masulis, Wang e Xie (2012) e Veprauskaitė e Adams (2013).

Os indicadores selecionados para quantificar as variáveis desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos e desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado foram obtidos a partir da informação constante no conjunto completo de demonstrações financeiras (e.g., Demonstração dos Resultados) exigido na *International Accounting Standard* (IAS) 1, adotada pelo regulamento (CE) n.º 1126/2008 da Comissão, de 3 de novembro de 2008, de aplicação obrigatória às entidades que constituem a amostra deste estudo, de acordo com o Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de julho de 2002, e do Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de julho (artigo 4.º de ambos os diplomas), que faz parte integrante do relatório e contas anuais de disponibilização obrigatória (artigos 244º e 245º do Código dos Valores Mobiliários [CVM]).

### **I.3.1 Desempenho Organizacional Baseado em Indicadores Contabilísticos**

A variável dependente desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos é medida com recurso à utilização dos indicadores identificados por Ittner et al. (2003), Richard et al. (2009) e Gentry e Shen (2010). Segundo Richard et al. (2009), os indicadores contabilísticos são a forma mais comum e simples de medir o desempenho organizacional. Diversos autores recorreram a estes indicadores para medirem o desempenho organizacional. Por exemplo, Veprauskaitė e Adams (2013), para analisarem a relação entre o poder de decisão do CEO e o nível do desempenho financeiro em 468 empresas do Reino Unido, recorreram a dois indicadores contabilísticos (*Return On Assets* [ROA] e *Return On Equity* [ROE]) para medir o desempenho organizacional. Masulis et al. (2012) estudaram o efeito dos administradores estrangeiros na governação e no desempenho financeiro das empresas norte-americanas, recorrendo ao indicador contabilístico ROA para medir o desempenho organizacional. Agle et al. (2006) mediram a variável desempenho organizacional através do ROA, ROE, *Return On Sales* (ROS) e crescimento das vendas, para analisarem a relação entre essa variável, o ambiente de incerteza e a perceção, pela gestão de topo, do carisma do CEO. Muitos outros autores podiam ser citados (como o Waldman, Javidan e Varella [2004], que utilizaram o ROE, o ROS e o crescimento das vendas, ou Tosi et al. [2004], que recorreram ao ROA) por terem medido o desempenho organizacional com recurso a indicadores contabilísticos.

Os indicadores contabilísticos utilizados no presente estudo foram determinados a partir dos indicadores identificados pelos autores já referidos (Ittner et al., 2003; Richard et al., 2009; Gentry & Shen, 2010), tendo sido selecionados os que obtiveram resultados significativos com a remuneração do CEO em investigações anteriores (e.g., Murphy, 1998, 2001; Perry &

Zenner, 2001; Orelan, 2007; Rocha, Queiroz & Gallon, 2012; Kateratorn, 2013). Os dois indicadores selecionadas foram: *net operating profits* (doravante resultado líquido) e *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization* (EBITDA). Estes indicadores são definidos nos parágrafos seguintes e foram obtidos a partir da informação presente no relatório e contas anuais de publicação obrigatória pelas entidades que constituem a amostra deste estudo (artigos 244º e 245º do CVM).

### **Resultado Líquido**

O indicador resultado líquido (ou lucros ou remuneração líquida ou ainda lucro líquido [Hoyle, 2015]) é igual às receitas de uma empresa menos o seu custo das mercadorias vendidas e os custos de vender, gastos gerais e gastos administrativos. São também retirados os gastos de financiamento e os impostos (Richard et al., 2009). Segundo Hoyle (2015), este indicador representa o aumento líquido do capital dos acionistas que resulta das operações de uma empresa. O indicador resultado líquido é retirado diretamente, dispensando cálculos, da Demonstração dos Resultados das empresas (parte integrante do conjunto completo de demonstrações financeiras). Dos estudos que relacionaram o resultado líquido com a remuneração do CEO merecem especial destaque os de Murphy (1998, 2001) e Perry e Zenner (2001). São também referidos os estudos de Riahi-Belkaoui (1992) e de Baber, Kang e Kumar (1998).

Os estudos de Murphy (1998, 2001), que analisam a investigação empírica e teórica sobre a remuneração do CEO e os indicadores de desempenho nos contratos com sistemas de incentivos, destacaram que, apesar das empresas recorrerem a uma variedade de indicadores de desempenho financeiros e não financeiros, a maioria das empresas confia em algum indicador de resultados contabilísticos. Segundo o autor, 65 empresas, de um total de 68 empresas da sua amostra que utilizavam um único indicador de desempenho, recorriam a um indicador contabilístico como o resultado líquido. Dos 307 indicadores de desempenho utilizados pelas empresas que aplicavam mais do que um indicador, 189, cerca de 62%, correspondiam a algum tipo de indicador de resultados contabilísticos. O autor também referiu que 161 empresas, de um total de 177 empresas da amostra, cerca de 91%, utilizavam, explicitamente, um indicador de resultados contabilísticos nos planos de bónus anuais.

Em consonância com Murphy (1998, 2001), o estudo de Perry e Zenner (2001), sobre a estrutura de remuneração presente nos contratos dos CEO, concluiu que 97% das comissões de remuneração/vencimentos de 200 empresas selecionadas, aleatoriamente, dos índices bolsistas norte-americanos S&P 500 e *Midcap* 400 recorriam a indicadores de avaliação de desempenho financeiros para determinar o bónus do CEO. Os autores referiram ainda que o indicador de desempenho financeiro mais utilizado é o resultado líquido, representando 60% do total. Riahi-Belkaoui (1992), que analisou os determinantes da remuneração dos executivos em 155 empresas norte-americanas, já tinha provado que o indicador de avaliação de desempenho resultado líquido tem um impacto significativo na remuneração dos executivos. O

estudo de Baber et al. (1998), sobre a relação entre a persistência de resultados líquidos positivos e a remuneração dos executivos, confirmou os mesmos resultados de Riahi-Belkaoui (1992), numa amostra mais alargada, constituída por 713 empresas dos EUA. Estes autores concluíram que a persistência de resultados líquidos positivos é relevante para fixar a remuneração dos executivos.

### **EBITDA**

O EBITDA é um indicador de desempenho baseado na contabilidade (Richard et al., 2009) calculado a partir do resultado líquido de uma empresa antes de subtraídas as despesas com gastos de financiamento, impostos, depreciações e amortizações (Hoyle, 2015). Para Hoyle (2015), este indicador pretende representar a rentabilidade operacional, ou seja, os lucros realizados com os ativos atuais e com as operações de produção e venda de produtos, fornecendo, ao mesmo tempo, informação sobre o *cash flow*. O indicador EBITDA ignora os impostos a pagar e os gastos de financiamento e remove os efeitos dos gastos que não incluem fluxos monetários, como as amortizações e as depreciações (Richard et al., 2009). A fórmula matemática apresenta-se de seguida.

$$\begin{aligned} \text{EBITDA} = & \text{Resultado Líquido} + \text{Imposots sobre o rendimento} + \text{Gastos de financiamento} \\ & + \text{Amortizações} + \text{Depreciações} \end{aligned} \quad (1)$$

Dos estudos que relacionaram o indicador EBITDA com a remuneração do CEO destacam-se os de Rocha et al. (2012), Oreland (2007) e Kateratorn (2013). O estudo de Rocha et al. (2012) analisou a relação entre o EBITDA e a remuneração dos executivos de topo nas empresas cotadas no índice bolsista brasileiro, concluindo que existe uma relação positiva entre o EBITDA e a remuneração desses executivos, reafirmando a utilização do indicador nos planos de remuneração das empresas. Oreland (2007) testou a relação entre a remuneração do CEO e a estrutura de propriedade das empresas. O autor recorreu a uma amostra de 196 empresas de capitais abertos na Suécia e provou que existe uma relação entre o bónus do CEO e o EBITDA. Por último, Kateratorn (2013) analisou, na Tailândia, os efeitos do desempenho organizacional, do conflito de agência e dos fatores que afetam a remuneração dos executivos de topo. O autor concluiu que o desempenho organizacional, medido através do EBITDA, tem uma relação positiva e significativa com os níveis de remuneração dos executivos de topo.

### **Limitações**

Richard et al. (2009) referiram que, apesar da validade da utilização dos indicadores contabilísticos estar provada, estes indicadores estão sujeitos a distorções causadas pelas políticas contabilísticas adotadas, erro humano e fraude. Os autores destacaram que, devido à

sua dependência de informação auditável, os indicadores contabilísticos refletem o que aconteceu e são muito limitados a antecipar e a revelar expectativas sobre o desempenho futuro. Hoskisson, Johnson e Moesel (1994) e Gentry e Shen (2010) defenderam que os indicadores contabilísticos refletem o passado e o desempenho financeiro de curto prazo. Para mitigar as falhas destes indicadores na avaliação de desempenho organizacional, foi acrescentada a variável desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado.

### **I.3.2 Desempenho Organizacional Baseado em Indicadores de Mercado**

A variável desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado é medida com recurso à utilização de indicadores de mercado identificados por Ittner et al. (2003), Richard et al. (2009) e Gentry e Shen (2010). Segundo Richard et al. (2009), os indicadores de mercado são um instrumento privilegiado para caracterizar o desempenho organizacional. Para os autores, o ponto forte destes indicadores é olharem para o futuro, representando, em teoria, o valor presente dos fluxos de caixa futuros e, por isso, o valor de uma empresa. Os autores referiram ainda que os indicadores de mercado incorporam o valor dos ativos intangíveis (e.g., imagem de marca) de forma mais eficiente do que a informação contabilística. Diversos autores (e.g., Johnson et al., 1993; Gomez-Mejia & Palich, 1997; Christensen, Kent & Stewart, 2010) recorreram a estes indicadores para medirem o desempenho organizacional.

Johnson et al. (1993) utilizaram o indicador de mercado *return on stocks* para quantificarem o desempenho organizacional e analisarem, em 500 empresas num período de 13 anos, a sua influência na reputação dos CEO. Christensen et al. (2010) recorreram ao indicador de mercado *Tobin's Q* para verificar se a adoção das recomendações sobre as melhores práticas de governação empresarial na Austrália está associada com o desempenho organizacional. Gomez-Mejia e Palich (1997) analisaram, em 500 empresas durante um período de 10 anos, se a diversificação cultural internacional tem um impacto positivo no desempenho organizacional. Os autores mediram o desempenho organizacional através do indicador de mercado *market-to-book value*. Harris e Livingstone (2002) analisaram a forma como a legislação que limita as deduções fiscais dos custos das empresas com as remunerações dos CEO acima de \$1 milhão reduzem o custo contratual implícito com a remuneração para as empresas que se espera paguem um valor inferior a esse limite. Estes autores recorreram ao indicador de mercado *change in shareholder wealth* para medir o desempenho organizacional. Uma vasta literatura poderia ser citada por recorrer a estes ou outros indicadores de mercado para medir o desempenho organizacional, como Joyce (2001) (com os indicadores *Return On Common Stock* ou *Earnings Per Share [EPS]*), ou Matolcsy e Wright (2011) (com o indicador variação no valor de mercado do capital, ajustado pelos dividendos).

Os indicadores de mercado utilizados na presente investigação foram determinados a partir dos indicadores identificados pelos autores já referidos (Ittner et al., 2003; Richard et al., 2009; Gentry & Shen, 2010), tendo sido selecionados os que obtiveram resultados significativos com a remuneração do CEO em investigações anteriores (e.g., Murphy, 1998; Buck, Bruce, Main &

Udueni, 2003; Core, Guay & Larcker, 2003; Milbourn, 2003; Ozkan, 2007; Johnson, Ryan & Tian, 2008). Por conseguinte, os dois indicadores selecionados foram: EPS básico e preço das ações. Estes indicadores fazem parte da dimensão “lucro” identificada por Murphy et al. (1996), o que indica uma provável correlação entre os indicadores. Tanto o EPS básico como o preço das ações foram obtidos a partir da informação presente no relatório e contas anuais de publicação obrigatória pelas entidades que constituem a amostra deste estudo (artigos 244º e 245º do CVM).

### **EPS Básico**

Segundo Seetharaman e Raj (2011), o EPS pode ser definido como o indicador da capacidade financeira de uma empresa. Estes autores referiram que o EPS mede o desempenho de uma empresa durante um período económico e sugere a sua evolução num futuro próximo, com o resultado líquido a ter em conta tanto os resultados das operações de uma empresa como os efeitos do financiamento. A IAS 33 identifica duas formas de cálculo do EPS: o EPS básico e o EPS diluído. Seetharaman e Raj (2011) acrescentaram ainda o EPS primário e o EPS totalmente diluído. O presente estudo recorre à fórmula do EPS básico. A IAS 33 refere que o EPS básico “deve ser calculado dividindo os lucros ou prejuízos atribuíveis aos detentores de capital próprio ordinário da entidade mãe (o numerador) pelo número médio ponderado de ações ordinárias em circulação (o denominador) durante o período” (§ 10). Richard et al. (2009) resumiram este conceito, referindo que o EPS é igual ao resultado líquido menos os dividendos pagos às ações preferenciais, dividido pelo número médio de ações ordinárias emitidas. Tal como referido nos conceitos, as ações podem ser classificadas em dois tipos: ações ordinárias e ações preferenciais (Seetharaman & Raj, 2011). A IAS 33 define ação ordinária como um instrumento de capital próprio subordinado às restantes classes de instrumentos desse capital. Já as ações preferenciais, pelo contrário, têm primazia na participação nos lucros, recebendo sempre um dividendo, independentemente do resultado positivo ou negativo (Nair, Rittenberg & Weygandt, 1990)<sup>1</sup>. A fórmula matemática apresenta-se de seguida.

$$\text{EPS} = \frac{\text{Resultado líquido} - \text{dividendos pagos às ações preferenciais}}{\text{Número médio de ações ordinárias em circulação}} \quad (2)$$

Dos estudos que relacionaram, com sucesso, o indicador EPS e a remuneração do CEO, são relevados os de Johnson et al. (2008), Buck et al. (2003) e Ozkan (2007). São também assinalados os estudos de Singh e Agarwal (2002) e Bebchuk, Cohen e Spamann (2010). Johnson et al. (2008) referiram, no seu estudo sobre incentivos à gestão e a fraude empresarial, que as empresas que falham em manter o crescimento do EPS sofrem penalizações no preço das suas ações, o que reduz o valor da remuneração dos executivos. O estudo de Buck et al. (2003) sobre os planos de incentivos de longo prazo, a remuneração dos

---

<sup>1</sup> Para mais informações sobre este tipo de ação, consultar os artigos 341.º e seguintes do Código das Sociedades Comerciais.

executivos e o desempenho organizacional, no Reino Unido, destacou a relação entre o EPS e o plano de incentivos de longo prazo do HSBC *Banking Group*. Segundo os autores, esse plano remunera os executivos se o EPS cresce 2% acima de uma determinada percentagem média, ajustada pela inflação. Ozkan (2007) analisou a relação entre os mecanismos de governação empresarial e a remuneração dos CEO através de um estudo empírico em 414 empresas cotadas no índice FTSE ALL (Financial Times Stock Exchange, índice bolsista do Reino Unido). O autor descreveu os planos de remuneração dessas empresas e a relação entre o EPS e a remuneração do CEO. O CEO recebe uma remuneração fixa e é elegível para uma remuneração variável anual que se baseia no desempenho de indicadores contabilísticos. O CEO recebe ainda opções sobre ações emitidas, normalmente, ao preço de cotação. O exercício destas opções está sujeito ao cumprimento de uma meta de desempenho, nomeadamente o crescimento do EPS.

Singh e Agarwal (2002) realizaram um estudo exploratório, em 86 empresas cotadas no índice TSE (Toronto Stock Exchange, índice bolsista do Canadá), sobre a relação entre a presença sindical nas empresas e a remuneração dos executivos. Os autores concluíram que o EPS explica significativamente a componente de curto prazo da remuneração dos executivos, nomeadamente o bónus. Bebchuk et al. (2010) analisaram, através de um estudo de caso, a remuneração dos executivos do *Bear Stearns* e do *Lehman Brothers* entre 2000 e 2008. Os autores referiram que a decisão das comissões de remuneração/vencimentos do *Bear Stearns* e do *Lehman Brothers* de atribuir o bónus, no ano fiscal de 2006, se baseou no valor do EPS (entre outros indicadores). O *Lehman Brothers* voltou a atribuir bónus nos anos seguintes com base na mesma justificação.

### **Preço das Ações**

O preço das ações refere-se ao preço de cotação das ações ordinárias num mercado regulamentado (Richard et al., 2009). Um mercado regulamentado é um mercado de instrumentos financeiros (e.g., valores mobiliários como ações e obrigações [artigo 1.º do CVM]) inscrito numa lista oficial (Portaria n.º 556/2005, de 27 de junho) aprovada por um Estado, de funcionamento regular (Diretiva 93/22CEE do Conselho, de 10 de maio de 1993). Um mercado regulamentado caracteriza-se pela existência de disposições estabelecidas que definem as condições de funcionamento do mercado, as condições de acesso ao mercado e as condições a satisfazer por estes instrumentos financeiros para poderem ser negociados no mercado. Um mercado regulamentado impõe também obrigações declarativas e de transparência (Diretiva 93/22CEE do Conselho, de 10 de maio de 1993).

Os académicos e profissionais têm demonstrado um interesse crescente na utilização da relação entre o preço das ações e a remuneração dos executivos como meio de alinhamento de interesses entre estes e os acionistas (Paul, 1992). Por exemplo, Feltham e Xie (1994) referiram que o preço das ações na data de fim de contrato de um executivo pode ser útil como indicador de desempenho, já que pode substituir outros indicadores ou incorporar informação

variada (além da contabilística). Os autores destacaram que o preço de mercado reflete as crenças dos investidores e que essas crenças são influenciadas pela informação de que dispõem. Especificamente, o preço reflete a crença sobre o esforço desenvolvido pelos executivos e a informação sobre outros eventos incontrolláveis que influenciam o valor de uma empresa. Abowd e Kaplan (1999) referiram que a ligação entre a remuneração dos CEO e o desempenho organizacional aumentou significativamente ao longo do tempo. Segundo os autores, quando a imprensa financeira passou a defender uma ligação inequívoca entre a remuneração e o desempenho organizacional como forma de aumentar a rentabilidade das empresas, aumentou a relação entre o preço das ações e a remuneração dos CEO, já que as ações e opções sobre ações passaram a fazer parte dos pacotes de remuneração.

Dutta e Reichelstein (2005) defenderam que um indicador de desempenho organizacional ótimo deve depender tanto de variáveis contabilísticas como do preço das ações. Os autores também referiram que o preço das ações pode assumir um papel primordial no combate à assimetria de informação entre acionistas e executivos, mitigando o problema de agência. Bebchuk et al. (2001) já tinham referido que, dada a assimetria de informação, o plano de remuneração ótimo devia incluir o desempenho atual e futuro do preço das ações. Murphy (1998), Core et al. (2003) e Milbourn (2003) aludiram que um corpo teórico e empírico substancial suporta a utilização do preço das ações como um indicador de desempenho organizacional relevante para avaliar as escolhas dos CEO, fornecendo incentivos para a maximização do valor criado para o acionista. Boschen, Duru, Gordon e Smith (2003) provaram que um desempenho inesperado do preço das ações está associado a um aumento da remuneração do CEO durante vários anos e que a sua remuneração está positivamente associada com o desempenho do preço das ações. Já Nagar, Nanda e Wysocki (2003) referiram que as empresas que reportam resultados de baixa qualidade utilizam, com mais frequência, alguma forma de remuneração com base no preço das ações. Também Bebchuk et al. (2010) mencionaram que o *Bear Stearns* e o *Lehman Brothers* atribuíram aos seus executivos de topo bónus elevados, entre os anos 2000 e 2007, baseados no aumento do preço das ações das duas instituições.

### **Limitações**

Os indicadores de mercado, tal como os indicadores contabilísticos, apresentam várias limitações. Para Merchant (2007), os indicadores de mercado podem ser influenciados de forma significativa por um grupo restrito de executivos de topo, que têm o poder para tomar decisões de importância elevada. Para o autor, estes indicadores não refletem o desempenho dos indivíduos nos vários níveis hierárquicos, mesmo aqueles com responsabilidades importantes, a não ser num sentido coletivo. O autor argumentou, desta forma, que os indicadores de mercado apenas fornecem uma indicação sobre o desempenho dos executivos de topo e, mesmo neste caso, podem não representar o resultado das suas decisões, já que os valores de mercado são influenciados por vários fatores que os executivos não controlam (e.g.,

alterações macroeconómicas, taxas de juro, concorrência, etc.). Merchant (2007) também referiu que a investigação académica revelou que a proporção da variação do preço das ações que pode ser explicada por fatores macroeconómicos e competitivos é elevada. Nestas circunstâncias, o preço das ações não fornece muita informação sobre o desempenho dos executivos de topo.

Apesar dos indicadores de mercado quantificarem de forma direta e objetiva o valor para o acionista, também podem apresentar alguns problemas de congruência, não refletindo o valor verdadeiro de uma entidade (Merchant, 2007). Tais incongruências estão relacionadas com a falta de informação pelo mercado. Por razões de confidencialidade e de concorrência, nem toda a informação que os executivos possuem é transmitida ao mercado. Assim, a avaliação de mercado não pode refletir informação que desconhece e os executivos podem manipular o preço das ações no curto prazo através do momento escolhido para a realização das divulgações.

Para Merchant (2007), mesmo as avaliações de mercado realizadas por participantes bem informados podem não ser corretas e até os mercados mais ativos sofrem de enviesamentos, alterações de humor e outras imperfeições. Os mercados parecem reagir exageradamente a evoluções nos resultados, tanto positivas como negativas. Por isso, é difícil explicar todas as flutuações no mercado sem considerar fatores não económicos. O autor exemplificou com o rápido declínio de 22,7% do mercado acionista no *crash* de 1987 (conhecido pela segunda-feira negra [The Economist, 2007]) que os economistas não conseguem explicar, dentro da teoria eficiente dos mercados, sem considerarem fatores comportamentais.

Por último, Merchant (2007) também aludiu que o mercado nem sempre reflete o desempenho efetivo. Ou seja, algumas avaliações são influenciadas de forma significativa por expectativas futuras que nunca se concretizarão. O autor exemplificou com aumentos no preço das ações resultantes de anúncios de novos avanços na investigação e desenvolvimento ou a contratação de um novo executivo chave. O preço das ações irá descer novamente quando for divulgado que o novo avanço não tem valor comercial ou quando o novo executivo deixar a entidade sem nenhum benefício real. O autor acrescentou ainda que pagar bónus baseados nos indicadores de mercado é arriscado, já que esses pagamentos podem ser efetuados em contrapartida de resultados que nunca se realizarão.

#### **I.4 Criação de Valor para o Acionista**

Para Brigham e Ehrhardt (2008) o principal objetivo da maioria das empresas cotadas é maximizar o valor para o acionista. Este objetivo beneficia os acionistas e também garante que os recursos, escassos, são alocados de forma eficiente, o que beneficia a economia. No presente estudo, a criação de valor para o acionista é medida com recurso ao método *Market Value Added* (MVA). O MVA é calculado através da subtração do valor do capital investido ao valor de mercado do capital (Fabozzi & Grant, 2000; Brigham & Ehrhardt, 2008). Segundo Hillman e Keim (2001), o valor de mercado do capital corresponde à capitalização bolsista de

uma empresa e o valor do capital investido corresponde ao capital subscrito pelos acionistas. Estes autores definiram ainda o MVA como a diferença entre o dinheiro entregue sob a forma de capital a uma empresa por um investidor e o valor em dinheiro que esse investidor espera receber. A fórmula matemática apresenta-se de seguida.

$$\text{MVA} = \text{Valor de mercado do capital} - \text{Valor do capital investido} \quad (3)$$

O MVA foi utilizado por diversos autores que analisaram a relação entre a remuneração do CEO e a criação de valor para o acionista. Por exemplo, Sheikholeslami (2001) estudou, empiricamente, a capacidade do MVA para explicar a variação das componentes da remuneração dos CEO. O autor recorreu a uma amostra de 184 empresas norte-americanas de capitais abertos e provou que o MVA está de forma significativa e positivamente relacionado com a remuneração base, bónus e remuneração de longo prazo dos CEO. Fatemi, Desai e Katz (2003) e Baum, Sarver e Strickland (2004) analisaram os determinantes da remuneração dos executivos. Recorrendo a uma amostra de 1965 observações, que incluem a remuneração anual dos CEO selecionados num período de 4 anos, Fatemi et al. (2003) provaram que o MVA é um determinante significativo da remuneração dos executivos. Baum et al. (2004), com uma amostra de 328 empresas norte-americanas de capitais abertos, provaram que o MVA está relacionado positivamente e de forma significativa com cada componente da remuneração (remuneração base, bónus e ganhos com opções sobre ações realizados e não realizados) dos CEO que testaram.

## **1.5 Formulação das Hipóteses de Investigação**

As hipóteses de investigação formuladas assentam nos pressupostos da teoria da agência sobre a relação, problema, custos e contrato de agência. Segundo Eisenhardt (1989), a teoria da agência é aplicada, principalmente, a relações entre o principal e o agente, que estão comprometidos em cooperar, mas que têm diferentes objetivos e atitudes face ao risco. Na presente investigação, o principal representa o conjunto dos acionistas de uma empresa e o agente representa o seu CEO, sendo os interesses dos acionistas representados pela variável criação de valor para o acionista, medida pelo MVA, e os interesses do CEO representados pela variável remuneração total do CEO, medida pela sua própria remuneração.

O foco da teoria da agência passa por determinar o contrato ótimo de remuneração mais eficiente (e.g., Tosi et al., 1997), dados os pressupostos existentes sobre os indivíduos, as organizações e a informação (e.g., Eisenhardt, 1989), minimizando, dessa forma, os custos de agência (e.g., Jensen & Meckling, 1976) e maximizando o esforço do agente (e.g., Bebchuk et al., 2001; Kuang & Moser, 2009). O contrato ótimo reconhece que o CEO sofre do problema de agência e que este não maximiza o valor para o acionista sem os incentivos adequados (e.g., Bebchuk et al., 2001). Esses incentivos passam por fazer depender a remuneração dos CEO dos resultados do desempenho organizacional (e.g., Tosi et al., 1997). As hipóteses de

investigação foram formuladas a partir das contribuições de diversos autores, não replicando nenhum modelo teórico específico, sendo que foram já utilizadas na literatura (e.g., Riahi-Belkaoui, 1992; Core et al., 2003; Shaw & Zhang, 2010) com o objetivo de testar os pressupostos da teoria da agência.

É expectável que as variáveis desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos e desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado influenciem de forma positiva e significativa a variável remuneração total do CEO. Esta presunção baseia-se no pressuposto da utilização, pelas empresas, da contratação ótima (e.g., Bloom & Milkovich, 1998; Bebchuk et al., 2001) para alinhar os interesses dos CEO com o desempenho organizacional (e.g., Bebchuk & Fried, 2003) e com os interesses dos acionistas (e.g., Tosi et al, 1997), mitigando assim o problema de agência (e.g., Jensen & Meckling, 1976). Uma vez que os interesses dos acionistas dependem diretamente do desempenho organizacional (e.g., um resultado líquido elevado representa, teoricamente, um dividendo ou investimento também mais elevado), é expectável que o desempenho organizacional seja determinante no valor da remuneração total do CEO. Esta expectativa é suportada pelo modelo de relatório do governo societário, que refere no § 70 do ponto III, Secção D, Parte I, que a remuneração deve ser estruturada “(...) de forma a permitir o alinhamento dos interesses dos membros do órgão de administração com os interesses de longo prazo da sociedade (...)” e baseada na “avaliação de desempenho”.

A relação entre o desempenho organizacional e a remuneração do CEO foi provada por diversos autores, como Lilling (2006) e Shaw e Zhang (2010) ou ainda antes por Attaway (2000) e Zhou (2000). Também Riahi-Belkaoui (1992), Murphy (1998, 2001) e Perry e Zenner (2001), recorrendo a indicadores contabilísticos, provaram a existência da relação entre o desempenho organizacional e a remuneração do CEO. Singh e Agarwal (2002), Boschen et al. (2003), Buck et al. (2003), Dutta e Reichelstein (2005), Ozkan (2007) e Johnson et al. (2008), recorrendo a indicadores de mercado, provaram o mesmo.

Com base na literatura referida foram formuladas as seguintes hipóteses de investigação:

#### 1.<sup>a</sup> Hipótese de Investigação (H<sub>1</sub>)

O desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia o desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado.

#### 2.<sup>a</sup> Hipótese de Investigação (H<sub>2</sub>)

O desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia a remuneração total do CEO.

#### 3.<sup>a</sup> Hipótese de Investigação (H<sub>3</sub>)

O desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado influencia a remuneração total do CEO.

Paralela à influência do desempenho organizacional na remuneração total do CEO, e retomando as premissas da contratação ótima da teoria da agência (e.g., Bloom & Milkovich, 1998; Bebchuk et al., 2001), está a influência do desempenho organizacional na criação de valor para o acionista. Uma vez que se prevê a influência do desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos e de mercado na remuneração total do CEO e da remuneração total do CEO na criação de valor para o acionista, então o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos e de mercado influenciará a criação de valor para o acionista. Assim, é expectável que o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos e o desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado influenciem, de forma positiva e significativa, a criação de valor para o acionista. Esta influência assenta na presunção de Merchant (2007) de que o mercado absorve toda a informação disponível sobre uma dada empresa e reflete-a na sua avaliação sobre a mesma, fazendo com que varie a criação de valor para o acionista. A relação entre os indicadores contabilísticos e de mercado e a criação de valor para o acionista foi provada anteriormente, por exemplo, por Milunovich e Tsuei (1996), Uyemura, Kantor e Pettit (1996) e Vijayakumar (2008).

Por último, e tal como introduzido no parágrafo anterior, é expectável que a remuneração total do CEO influencie a criação de valor para o acionista de forma positiva e significativa. Esta influência baseia-se no pressuposto da contratação ótima da utilização dos esquemas de remuneração dos CEO para mitigar o problema de agência e associar os interesses destes com os interesses dos acionistas (e.g., Tosi et al, 1997; Bloom & Milkovich, 1998). Esta relação já foi provada anteriormente por Sheikholeslami (2001), Fatemi et al. (2003) e Baum et al. (2004).

Com base nas contribuições da literatura referida, foram adicionadas as seguintes hipóteses de investigação:

#### 4.ª Hipótese de Investigação (H<sub>4</sub>)

O desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia a criação de valor para o acionista.

#### 5.ª Hipótese de Investigação (H<sub>5</sub>)

O desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado influencia a criação de valor para o acionista.

#### 6.ª Hipótese de Investigação (H<sub>6</sub>)

A remuneração total do CEO influencia a criação de valor para o acionista.

Conhecidas as hipóteses de investigação, importa saber como se vai proceder à sua operacionalização. Este aspeto é abordado na secção seguinte.

## II METODOLOGIA

Esta secção aborda os objetivos do estudo, o modelo de análise, a caracterização da amostra, o processo de recolha de dados e, por último, as técnicas estatísticas de tratamento dos dados. Inicialmente é descrita qual a motivação e finalidade do estudo e é explicado o enquadramento teórico na origem das hipóteses de investigação. Em seguida, são mencionados os requisitos a que obedeceram as entidades que constituem a amostra e os critérios para a sua inclusão ou exclusão. Também é abordado o processo de recolha de dados, as fontes da informação, os cálculos necessários e as dificuldades com a obtenção da informação. No final da secção é dada informação sobre as técnicas estatísticas utilizadas, a razão da sua escolha, e os testes estatísticos a serem utilizados, nas diferentes vertentes, até à obtenção dos resultados para dar resposta às hipóteses de investigação.

### II.1 Objetivo do Estudo

O objetivo da presente investigação foi dividido em duas partes. A primeira pretende verificar se o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia o desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado ( $H_1$ ) e se o desempenho organizacional, baseado em indicadores contabilísticos e indicadores de mercado, influencia a remuneração total do CEO ( $H_2$  e  $H_3$ ). A segunda pretende verificar se o desempenho organizacional, baseado em indicadores contabilísticos e indicadores de mercado, e a remuneração total do CEO influenciam a criação de valor para o acionista ( $H_4$ ,  $H_5$  e  $H_6$ ).

Este estudo não aborda a difícil questão sobre a justiça social do valor da remuneração dos CEO, colocada simbolicamente pelo congressista democrata Henry A. Waxman ao CEO da *Lehman Brothers*, Richard Fuld, na sua audição sobre a regulação do sistema financeiro no *House Committee on Oversight and Government Reform*, a 6 de outubro de 2010. O congressista democrata confrontou o CEO com o facto da *Lehman Brothers* lhe ter pago \$500 milhões em remunerações nos últimos oito anos, tendo a empresa sido obrigada a pedir proteção contra os credores no dia 14 de setembro de 2008 (Becker & White, 2008; US House of Representatives, 2008). Sobre este assunto, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) adotou uma disposição (*Pay Ratio Disclosure*), em 5 de agosto de 2015, que obriga as sociedades de capitais abertos com títulos negociados em mercados regulamentados norte-americanos a divulgar, a partir do exercício de 2017, o rácio da remuneração do CEO para a remuneração média dos seus trabalhadores (Federal Register, 2015).

### II.2 Modelo de Análise

Este estudo recorre às premissas da teoria da agência sobre a relação principal/agente (Acionista/CEO), prevista por Eisenhardt (1989), problema e custos de agência (com

monotorização, ligação de interesses e perda residual), previstos por Jensen e Meckling (1976), e contrato de agência (que estabelece a relação de trabalho entre o principal e o agente), previsto por Tosi et al. (1997), para construir o modelo de análise. Através das variáveis apresentadas na revisão de literatura, e com vista a responder à primeira parte do objetivo do estudo, foram formuladas as seguintes hipóteses de investigação:

H<sub>1</sub>: O desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia o desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado.

H<sub>2</sub>: O desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia a remuneração total do CEO.

H<sub>3</sub>: O desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado influencia a remuneração total do CEO.

Para dar resposta à segunda parte do objetivo da presente investigação, foi adicionada a variável criação de valor para o acionista. Com a adição desta variável foram formuladas as seguintes hipóteses de investigação:

H<sub>4</sub>: O desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia a criação de valor para o acionista.

H<sub>5</sub>: O desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado influencia a criação de valor para o acionista.

H<sub>6</sub>: A remuneração total do CEO influencia a criação de valor para o acionista.

Considerando o objetivo, as variáveis, as relações e as hipóteses formuladas, o modelo hipotético de análise observa a seguinte configuração (Figura 1).

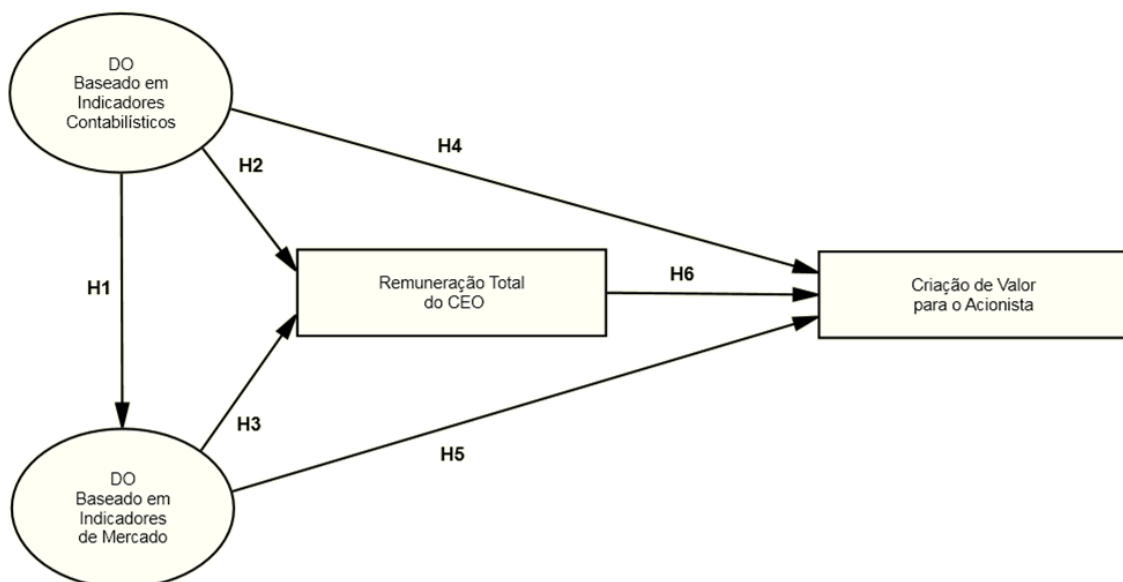


Figura 1. Modelo hipotético de análise.

O modelo hipotético de análise acima, tal como referido relativamente ao objetivo da investigação, pode ser dividido em duas partes.

A primeira parte do modelo foi formulada a partir das contribuições dos estudos que relacionaram, com sucesso, os indicadores de desempenho organizacional selecionados e a remuneração do CEO. Esses indicadores são o resultado líquido (e.g., Murphy, 1998), EBITDA, (e.g., Oreland, 2007), EPS básico (e.g., Johnson et al., 2008) e preço das ações (e.g., Abowd & Kaplan, 1999). A partir da classificação dos estudos de Ittner et al. (2003), Richard et al. (2009) e Gentry e Shen (2010) e das dimensões do estudo de Murphy et al. (1996), os diferentes indicadores de desempenho organizacional foram agrupados com o objetivo de mensurar duas variáveis não diretamente observáveis: desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos e desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado. Através da definição de remuneração do estudo de Miller et al. (2002) e Goergen e Renneboog (2011), foi mensurada a variável remuneração total do CEO que corresponde à soma da remuneração fixa com a remuneração variável de divulgação obrigatória em Portugal. Estas contribuições serviram para suportar as hipóteses H<sub>1</sub>, H<sub>2</sub> e H<sub>3</sub> deste estudo.

A segunda parte do modelo foi construída a partir das contribuições dos estudos que relacionaram, de forma positiva e significativa, os indicadores de desempenho organizacional selecionados e a remuneração do CEO com a criação de valor para o acionista, medida pelo MVA (e.g., Baum et al., 2004; Vijayakumar, 2008). Estas contribuições serviram para suportar as hipóteses H<sub>4</sub>, H<sub>5</sub> e H<sub>6</sub> deste estudo.

### **II.3 Recolha de Dados**

Os dados foram recolhidos dos Relatórios e Contas Anuais, que incluem as Demonstrações Financeiras Consolidadas (de acordo com a Norma Internacional de Relato Financeiro 10), dos Relatórios sobre o Governo Societário (quando este constitui um anexo do Relatório e Contas Anual, publicado separadamente), ambos de divulgação obrigatória ao público de acordo com o artigo 245º do CVM, e da página *web* da *Euronext Lisbon*.

Ao contrário da SEC (com a “*Summary Compensation Table*” [Code of Federal Regulations, 2015, p. 392]), a CMVM não disponibiliza um modelo padronizado para as sociedades publicarem a informação relativa às remunerações dos membros do órgão de administração da sociedade, limitando-se a descrever, no modelo de relatório de governo societário, a informação que pretende ver divulgada. Esta forma de divulgação da informação dificulta a sua recolha pelos investigadores e prejudica a própria informação recolhida (e.g., entidades que divulgam as remunerações fixas e variáveis pagas no período, sendo que a remuneração variável não corresponde a esse período, mas sim ao anterior, distorcendo a análise; entidades que divulgam a atribuição de opções sobre ações, sem esclarecer o montante em euros equivalente; etc.). O processo de recolha da informação será descrito em seguida.

A informação sobre o nome, a duração do mandato e a posição nos órgãos sociais dos CEO foi obtida, para os períodos 2010, 2011 e 2012, no Relatório sobre o Governo da

Sociedade, publicado pelas sociedades de capitais abertos, de acordo com o esquema aprovado pelo Regulamento n.º 1/2010 (artigo 2.º) da CMVM, sobre o Governo das Sociedades Cotadas. A informação sobre o nome, a posição nos órgãos da sociedade e a data de início e termo do mandato do CEO foi retirada dos pontos II.1, II.2 e II.3 da Secção I (Temas Gerais) do Capítulo II (Órgãos de Administração e Fiscalização) do referido relatório. A informação foi retirada dos pontos II.1 ou II.2, consoante a entidade dispusesse, ou não, de uma comissão especializada, nomeadamente, de uma comissão executiva. A informação sobre a remuneração fixa, variável e total foi retirada do ponto II.31 da Secção IV (Remuneração) do mesmo capítulo, corrigida de acordo com a informação obtida no ponto II.33.

Para os períodos 2013 e 2014, a informação foi obtida no Relatório de Governo Societário, publicado pelos emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, de acordo com o modelo aprovado pelo Regulamento n.º 4/2013 (artigo 1.º) da CMVM, sobre o Governo das Sociedades, que revogou o Regulamento n.º 1/2010. A informação sobre o nome, a posição nos órgãos da sociedade e a data de início e termo do mandato do CEO foi retirada do § 17 e 18 da alínea a) (Composição) do Ponto II (Administração e Supervisão) da secção B (Órgãos Sociais e Comissões) da Parte I (Informação sobre a Estrutura Acionista, Organização e Governo da Sociedade) do referido relatório. A informação sobre a remuneração fixa, variável e total foi retirada do § 77 do Ponto IV (Divulgação das Remunerações) da Secção D (Remunerações) da Parte I, corrigida de acordo com a informação obtida nos § 78 e 79. A informação pormenorizada sobre o nome, posição nos órgãos da sociedade, composição das remunerações e alterações do CEO podem ser consultadas nos Anexos I e II do presente estudo.

A informação sobre o resultado líquido foi recolhida, para cada um dos períodos, na linha Lucro ou Prejuízo, prevista pela alínea a), § 81A, da Demonstração dos Resultados (Consolidados Anuais), prevista na alínea b), § 10 da IAS 1, sobre a apresentação de demonstrações financeiras (Regulamento [CE] n.º 1126/2008 da Comissão, de 3 de novembro de 2008). A informação sobre o EBITDA foi recolhida, diretamente, dos Relatórios e Contas Anuais, quando divulgada, ou através da equação (1), referida na secção anterior, de acordo com a informação divulgada na Demonstração dos Resultados. O EBITDA das cinco entidades classificadas do tipo Serviços Financeiros (Banco Comercial Português, SA, Banco Espírito Santo, SA, Banco BPI, SA, Banif - Banco Internacional do Funchal, SA e Sonae Capital, SGPS, SA) não foi calculado, uma vez que as especificidades dessa atividade tornam o rácio irrelevante (e.g., os gastos de financiamento fazem parte da atividade operacional).

A informação sobre o EPS básico foi recolhida na linha da Demonstração dos Resultados correspondente ao Resultado por Ação Básico, de acordo com divulgação da IAS 33. A informação referente ao preço das ações foi recolhida na informação histórica da página *web* da *Euronext Lisbon* (Euronext, 2016). A informação refere-se ao preço final de cotação das ações ordinárias na *Euronext Lisbon* no último dia, com registo de transações, do ano. O preço das ações corresponde, assim, à cotação de fecho de cada ano. O MVA foi obtido através da aplicação da equação (3), tendo em conta a informação na linha da Demonstração da Posição

Financeira correspondente ao Capital, prevista pela alínea r) do § 54 da IAS 1. A nota à Demonstração dessa linha forneceu a informação sobre o número de ações ordinárias representativas do capital.

Por último, para caracterizar a amostra, foi recolhida a informação sobre a sede social, o volume de negócios, o número médio de colaboradores ao serviço e ainda o ativo total líquido. A informação sobre a sede social foi retirada das notas (anexo) às Demonstrações Financeiras, previstas pela alínea e) do § 10 da IAS 1. O volume de negócios corresponde à soma das vendas com as prestações de serviços (artigo 42º do Decreto-Lei n.º 394-B/84, de 26 de dezembro) e a informação para o cálculo foi recolhida nas linhas da Demonstração dos Resultados correspondentes aos valores sobre as vendas e prestação de serviços previstas no ponto i) e ii) da alínea b) do § 35 da IAS 18 (Rédito). Para as entidades classificadas do tipo Serviços Financeiros o volume de negócios corresponde aos juros e rendimentos similares. A informação sobre o número médio de colaboradores ao serviço foi recolhida na nota à linha da Demonstração dos Resultados correspondente ao valor dos gastos com o pessoal, de acordo com o § 102 da IAS 1. A informação sobre o ativo total líquido foi recolhida da linha da Demonstração da Posição Financeira com o mesmo nome, publicada de acordo com o § 54 e 55 das IAS 1.

#### **II.4 Objeto do Estudo**

Muitos dos estudos (e.g., Lilling, 2006; Callan & Thomas, 2010; Shaw & Zhang, 2010) que analisaram a problemática da remuneração dos CEO foram realizados nos EUA, com recurso a bases de dados externas já construídas (e.g., Compustat North America; Standard & Poor's ExecuComp). Nesse país, as sociedades financiam-se, predominantemente, através da abertura dos seus capitais, e não com recurso à banca tradicional (crédito bancário), como acontece em Portugal (European Central Bank, 2005; Antão & Bonfim, 2009). Este comportamento justifica a existência de um número significativo de sociedades com os títulos aceites à negociação em mercados regulamentados (e.g., NYSE MKT LLC; BATS Exchange, Inc.; NASDAQ OMX BX, Inc.; etc. [SEC, 2016]) e, conseqüentemente, sujeitas à obrigação de divulgação da informação sobre a remuneração individual dos membros do Conselho Executivo (Code of Federal Regulations, 2015) e das demonstrações financeiras (através do celebre Form 10-K, Item 8)<sup>2</sup>. Essa dimensão de disponibilidade de informação possibilita a criação de bases de dados que permitem realizar análises mais consistentes, devido ao elevado número de variáveis, entidades e períodos disponíveis. Em Portugal, para além de não existir esse tipo de bases de dados, a população é significativamente menor (57 empresas no final de 2014 [Euronext Lisbon, 2014]), e a divulgação da remuneração individual dos membros do órgão de administração das entidades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado só é obrigatória desde a entrada em vigor da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho

---

<sup>2</sup> Para mais informação, ver *Securities Exchange Act of 1934* e *Form 10-K* (SEC, 2014).

(n.º 3). Estas circunstâncias condicionaram a seleção da amostra utilizada, como se descreve em seguida.

A amostra deste estudo é composta pelas sociedades admitidas à negociação no mercado regulamentado (artigo 199º do CVM) *Eurolist by Euronext Lisbon* (doravante *Euronext Lisbon*), gerido pela *Euronext Lisbon – Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A.* (Portaria n.º 556/2005, de 27 de junho), que corresponde ao principal mercado a contado em Portugal (CMVM, s/d). Estas sociedades encontram-se listadas no índice *Portuguese Stock Index (PSI) Geral* que “engloba a totalidade das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*” (Euronext Lisbon, 2013, p. 5).

O período em análise abrange cinco anos, em conformidade com o prazo de disponibilização ao público dos relatórios e contas anuais (n.º 1, artigo 245º do CVM). Esse período selecionado tem início em 2010 e termina em 2014, último ano com relatório e contas anuais publicados, à data da recolha dos dados utilizados neste estudo. Dos acontecimentos relevantes para a economia portuguesa registados durante o período abrangido pela amostra, referidos nos relatórios do Conselho de Administração do Banco de Portugal, destacam-se, pelo seu efeito, os que ocorreram em 2011 e 2014. O ano de 2011 ficou marcado pela crise das dívidas soberanas na Europa<sup>3</sup> e pelo pedido de assistência financeira de Portugal, a 7 de abril, à Troika Comissão Europeia, Banco Central Europeu e Fundo Monetário Internacional<sup>4</sup> (Banco de Portugal, 2012). Já o ano de 2014 ficou marcado pelo fim do programa de assistência financeira a Portugal, em 17 de maio, e pela resolução do segundo maior banco privado português, Banco Espírito Santo, S.A., a 3 de agosto (Banco de Portugal, 2014, 2015; Costa, 2014).

Na Tabela 1 identificam-se as entidades que compõem a amostra em cada um dos períodos selecionados.

---

<sup>3</sup> Para mais informação, ver Overbeek (2012), Pisani-Ferry, Sapir e Wolff (2013) e European Parliament (2014).

<sup>4</sup> Para mais informação, ver European Commission (2011a, 2011b), International Monetary Fund (2011).

Tabela 1. Amostra.

#	Designação Social	Símbolo (Euronext)	PSI 20	2010	2011	2012	2013	2014
1	Altri, SGPS, SA	ALTR	Sim	X	X	X	X	X
2	Banco Comercial Português, SA	BCP	Sim	X	X	X	X	X
3	Banco Espírito Santo, SA	BES	Sim	X	X	X	X	(i)
4	Banco BPI, SA	BPI	Sim	X	X	X	X	X
5	Banif - Banco Internacional do Funchal, SA	BANIF	Sim	X	X	X	X	X
6	Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, SA	CPR		X	X	X	X	X
7	Cofina, SGPS, SA	CFN		X	X	X	X	X
8	Compta - Equipamentos e Serviços de Informática, SA	COMAE		X	X	X	X	X
9	Corticeira Amorim, SGPS, SA	COR		X	X	X	X	X
10	CTT - Correios de Portugal, SA	CTT	Sim	(ii)	(ii)	(ii)	X	X
11	EDP - Energias de Portugal, SA	EDP	Sim	X	X	X	X	X
12	EDP Renováveis, SA	EDPR	Sim	X	X	X	X	X
13	Estoril-Sol, SGPS, SA	ESO		X	X	X	X	X
14	F. Ramada Investimentos, SGPS, SA	RAM		X	X	X	X	X
15	Galp Energia, SGPS, SA	GALP	Sim	X	X	X	X	X
16	Glintt - Global Intelligent Technologies, SA	GLINT		X	X	X	X	X
17	Ibersol, SGPS, SA	IBS		X	X	X	X	X
18	Imobiliária Construtora Grão Pará, SA	GPA		X	X	X	X	X
19	Impresa, SGPS, SA	IPR	Sim	X	X	X	X	X
20	Inapa - Investimentos, Participações e Gestão, SA	INA		X	X	X	X	X
21	Jerónimo Martins, SGPS, SA	JMT	Sim	X	X	X	X	X
22	Lisgráfica - Impressões e Artes Gráficas, SA	LIG		X	X	X	X	X
23	Martifer, SGPS, SA	MAR		X	X	X	X	X
24	Grupo Média Capital, SGPS, SA	MCP		X	X	X	X	X
25	Mota-Engil, SGPS, SA	EGL		X	X	X	X	X
26	Zon Multimédia - Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, SA / Nos, SGPS, SA	NOS	Sim	X	X	X	X	X
27	Novabase, SGPS, SA	NBA		X	X	X	X	X
28	Sociedade Comercial Orey Antunes, SA	ORE		X	X	X	X	X
29	Portugal Telecom, SGPS, SA	PHR	Sim	X	X	X	X	X
30	Portucel, SA	PTI	Sim	X	X	X	X	X
31	Reditus - Sociedade Gestora de Participações Sociais, SA	RED		X	X	X	X	X
32	REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, SA	RENE	Sim	X	X	X	X	X
33	Sag Gest - Soluções Automóvel Globais, SGPS, SA	SVA		X	X	X	X	X
34	SDC Investimentos, SGPS, SA	SDCAE		X	X	X	X	X
35	Semapa - Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, SA	SEM	Sim	X	X	X	X	X
36	Sonae, SGPS, SA	SON	Sim	X	X	X	X	X
37	Sonae Capital, SGPS, SA	SONC		X	X	X	X	X
38	Sonae Indústria, SGPS, SA	SONI		X	X	X	X	X
39	Sonaecom, SGPS, SA	SNC		X	X	X	X	X
40	Sumol+Compal, SA	SUCO		X	X	X	X	X
41	Teixeira Duarte, SA	TDSA	Sim	X	X	X	X	X
42	Toyota Caetano Portugal, SA	SCT		X	X	X	X	X
43	VAA - Vista Alegre Atlantis, SGPS, SA	VAF		X	X	X	X	X
<b>Total</b>			<b>18</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>42</b>

Notas: (i) Informação não divulgada; (ii) A entidade não fez parte da amostra no período indicado.

Fonte: Elaboração própria com base na informação disponível em CMVM (2010, 2011, 2012) e Euronext Lisbon (2013, 2014).

Tendo presente a informação apresentada na tabela anterior, as entidades que compõem a amostra no período 2010 foram selecionadas a partir da Tabela número XXIV (explicações por empresa e tipo de justificação: remunerações) do Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal 2010 da CMVM (CMVM, 2010). Foram expurgadas, da referida tabela, as entidades que a partir de 2013, inclusivamente, deixaram de ter os seus títulos cotados no mercado regulamentado *Euronext Lisbon*. Essas entidades foram a Brisa – Autoestradas de Portugal, SA e a Fisipe – Fibras Sintéticas de Portugal, SA. O motivo da exclusão deveu-se ao interesse diminuto da análise de entidades que não dispõem da totalidade da informação relevante, pelo menos, nos dois últimos períodos de análise (2013 e 2014).

As entidades que fazem parte da amostra em 2011 foram selecionadas a partir da Tabela número XIV (cumprimento das recomendações sobre remunerações) do Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal 2011 da CMVM (CMVM, 2011). Tal como no período de 2010, e pelo mesmo motivo, foram expurgadas da Tabela 1 as entidades que a partir de 2013, inclusivamente, deixaram de ter os seus títulos cotados no mercado regulamentado *Euronext Lisbon*. Essas entidades foram a Brisa – Autoestradas de Portugal, SA e Fisipe – Fibras Sintéticas de Portugal, SA. As entidades que compõem a amostra em 2012 foram selecionadas a partir da Tabela número XIV (cumprimento das recomendações sobre remunerações) do Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal 2012 da CMVM (CMVM, 2012). Não foi excluída nenhuma entidade da tabela referida.

O Relatório Anual sobre as Sociedades Cotadas em Portugal 2013, da CMVM, deixou de discriminar, por entidade, o cumprimento das recomendações sobre remunerações (CMVM, 2013). Por esse facto, a amostra para o período 2013 é constituída pelas mesmas 42 entidades que compõem a amostra em 2012, acrescida das admissões e subtraída das exclusões referidas no Relatório de Gestão e Demonstrações Financeiras do Exercício de 2013 da *Euronext Lisbon*, SA (Euronext Lisbon, 2013). Assim, foi acrescida a entidade CTT – Correios de Portugal, SA, que foi admitida à negociação no mercado regulamentado *Euronext Lisbon* em 5 de dezembro de 2013. Neste ano foi ainda excluída, do mesmo mercado, a Brisa – Autoestradas de Portugal, SA. Esta exclusão não foi subtraída à amostra de 2013, dado a entidade não ter sido incluída no estudo por não se encontrar listada a totalidade dos períodos 2013 e 2014.

O relatório anual da CMVM, sobre as Sociedades Cotadas em Portugal 2014, ainda não tinha sido publicado à data de realização da recolha de dados deste estudo, por isso, tal como em 2013, a amostra de 2014 é constituída pelas entidades que formam a amostra do período anterior. Em 2014 e não foi registada nenhuma exclusão (Euronext Lisbon, 2014). A amostra, composta por 42 entidades em cada um dos períodos de 2010, 2011 e 2012, 43 entidades em 2013 e 42 entidades em 2014, totaliza 211 observações. Foram excluídas da amostra, para além das entidades que não se encontravam listadas na *Euronext Lisbon* na totalidade dos períodos de 2013 e 2014, as Sociedades Anónimas Desportivas, dadas as suas

especificidades sobre os objetivos a atingir (e.g., sucesso desportivo) ou sobre a motivação dos investidores na aquisição das ações (e.g., afetividade).

## II.5 Técnicas Estatísticas e Tratamento de Dados

Nos últimos anos, os métodos de análise de dados em contabilidade de gestão tornaram-se mais sofisticados (Chenhall, 2012; Nitzl, 2014). Segundo Nitzl (2014), apesar da crescente aceitação do método de AEE em diferentes áreas, este tem tido uma utilização pouco expressiva na área de contabilidade de gestão. Porém, tratando-se de um método analítico multivariado de segunda geração, este oferece múltiplos preditores e critérios de variáveis, permite construir variáveis abstratas e não observáveis, considerar erros na mensuração de variáveis observadas, testar a mediação e moderar relações (Hulland, 1999; Nitzl, 2014).

A AEE é operacionalizada através de um Modelo de Equações Estruturais (MEE). Segundo Schreiber, Nora, Stage e Barlow (2006), os MEE são técnicas estatísticas que podem ser utilizadas para reduzir o número de variáveis observadas num número mais pequeno de variáveis latentes através da análise da covariância entre as variáveis observadas. As variáveis observadas também podem ser denominadas de medidas, indicadores ou variáveis manifestas, e são representadas graficamente, em regra, através de um quadrado ou retângulo (Schreiber et al., 2006). Exemplos de variáveis observadas, no presente estudo, são o resultado líquido, EBITDA, EPS básico, preço das ações, remuneração total do CEO e criação de valor para o acionista. As variáveis latentes também podem ser denominadas de variáveis não observadas, fatores, fatores latentes ou construções e são representadas graficamente, em regra, através de círculos ou ovais (Schreiber et al., 2006). Exemplos de variáveis latentes, neste estudo, são o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos e o desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado. Segundo Schreiber et al. (2006), para além das variáveis observadas e das variáveis latentes, existem ainda os fatores únicos ou erros de mensuração das variáveis ( $e$ ). Os fatores únicos, ao contrário das restantes variáveis, têm os seus efeitos relacionados apenas com uma variável. Exemplos de fatores únicos neste estudo são o erro<sub>1</sub> e o erro<sub>2</sub>. Para Schreiber et al. (2006), o caminho direcional também deve ser considerado uma componente estrutural do MEE. Uma linha reta com uma seta na extremidade que liga uma variável latente a uma variável observada indica o efeito causal da variável latente na variável observada (e.g., desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos → resultado líquido). Uma linha curva com uma seta em cada extremidade indica que existe uma correlação entre as variáveis latentes ou entre fatores únicos (e.g.,  $e_2 \leftrightarrow e_3$ ). Se existir uma linha reta com uma seta numa extremidade, de uma variável latente para outra variável latente, indica que existe uma relação direta entre as duas variáveis latentes (e.g., desempenho baseado em indicadores contabilísticos → desempenho baseado em indicadores de mercado).

Exemplos da utilização de MEE na literatura são, entre outros, Finkelstein e Boyd (1998) e Daily e Johnson (1997). Finkelstein e Boyd (1998) utilizaram os MEE no seu estudo sobre

gestão discricionária na configuração da remuneração do CEO. A escolha foi justificada pelo estudo de variáveis que representam, de forma imperfeita, construções latentes, por mensurar o erro e por combinar tanto modelos teóricos como empíricos. Também Daily e Johnson (1997) recorreram ao método MEE no estudo sobre as fontes de poder do CEO e o desempenho financeiro organizacional, pelos mesmos motivos. Atendendo às vantagens referidas, a AEE é o método selecionado para o tratamento de dados no presente estudo.

Ainda, numa primeira fase, com vista a descrever e caracterizar a amostra do estudo, foi realizada uma análise descritiva exploratória dos dados em função da natureza das variáveis em estudo, recorrendo-se às seguintes medidas estatísticas: medidas de localização (média), medidas de dispersão (desvio padrão), valor mínimo e valor máximo. A análise descritiva é precedida da relativização das variáveis resultado líquido, EBITDA, remuneração total do CEO e MVA, em função do ativo total líquido da entidade a que a variável respeita, para possibilitar a comparação das diferentes entidades. Assim, os valores destas variáveis referidas na análise descritiva correspondem ao seu peso, em percentagem, no ativo total líquido. Numa segunda fase, foi construído o MEE, analisada a posição do modelo e das suas variáveis face aos pressupostos da AEE, testada a qualidade do ajustamento e, por último, calculadas as estimativas dos parâmetros do modelo, ou seja, o peso das regressões das relações diretas e indiretas entre as variáveis e o seu nível de significância.

Em toda a análise para a tomada de decisão de validação ou não das hipóteses de investigação em estudo assumiu-se um nível de significância de 5% (e.g., Lambert & Larcker, 1987). O desenho do modelo e os testes estatísticos são elaborados com recurso ao *software* AMOS (v. 19, SPSS Inc, Chicago, IL) e SPSS (v. 19).

## II.6 Pressupostos da Análise de Equações Estruturais

Como a maioria das técnicas estatísticas, também a AEE tem por base pressupostos que devem ser respeitados para que os seus resultados sejam fiáveis (Finney & DiStefano, 2006). Schreiber et al. (2006) e Mueller e Hancock (2008) recomendam que sejam analisados os pressupostos sobre a inexistência de *outliers*, o tamanho da amostra, a normalidade multivariada dos dados e ainda sobre a ausência de multicolinearidade entre as variáveis manifestas. Estes pressupostos são abordados, individualmente, em seguida.

Hawkins (1980) referiu que os *outliers* são observações que se desviam significativamente das restantes observações, indiciando terem sido geradas por um mecanismo diferente do das restantes. Para Marôco (2014, p. 69), os “*outliers* são observações que caem fora da tendência das restantes observações”. Segundo este último autor, os *outliers* podem ser erros de registo ou valores extremos reais, sugerindo a medida Distância de *Mahalanobis* ( $D^2$ ) para diagnosticar *outliers* multivariados. A Distância de *Mahalanobis* consiste no cálculo de duas probabilidades ( $p_1$  e  $p_2$ ), sendo que uma observação que registre um valor reduzido em ambas pode ser classificada como *outlier* multivariado. O valor de referência utilizado no presente estudo é 0,05 (Marôco, 2014).

Relativamente ao pressuposto sobre o tamanho da amostra, Schreiber et al. (2006) referiram que, apesar de não existir uma regra específica sobre o número exato de observações que uma amostra deve conter na AEE, existe um consenso geral de 10 observações por parâmetro a estimar num modelo. Assim, o rácio de observações não deve ser inferior a 10/1.

Segundo Finney e DiStefano (2006), um dos principais pressupostos da AEE é a distribuição dos dados das variáveis manifestas. Segundo Schermelleh-Engel, Moosbrugger e Müller (2003), existem vários métodos para estimar os parâmetros em AEE (e.g., Mínimos Quadrados Ponderados [WLS], Mínimos Quadrados Generalizados [GLS] e Mínimos Quadrados não Ponderados [ULS]), sendo a função Máxima Verosimilhança (ML) a mais utilizada. Para estes autores, a principal vantagem da ML é a possibilidade de realizar um teste estatístico formal de ajustamento para modelos sobreidentificados. Já a principal desvantagem é o forte pressuposto da normalidade multivariada. Finney e DiStefano (2006) destacam este requisito uma vez que, na investigação em ciências sociais, os dados não seguem, em regra, uma distribuição normal multivariada.

De acordo com Marôco (2014), as medidas de forma da distribuição mais utilizadas para avaliar a distribuição dos dados são a assimetria e a curtose. Estas medidas são operacionalizadas através do cálculo da assimetria univariada, da curtose univariada e da curtose multivariada. Finney e DiStefano (2006), citando estudos que analisaram o impacto da normalidade univariada, referiram que quando a assimetria univariada e a curtose univariada se aproximam de valores de 2 e 7, respetivamente, indiciam a existência de problemas relacionados com a normalidade, e que um valor da curtose multivariada superior a 10 indica violação severa da normalidade. Marôco (2014) sugere, nestes casos, a utilização do método de estimação por *Bootstrap* ou métodos de estimação WLS robustos com correção de *Satorra-Bentler* para as estatísticas de ajustamento e os erros padrão dos parâmetros a estimar. Uma vez que o tratamento de dados é realizado com recurso ao *software* AMOS (v. 19), que não prevê a correção de *Satorra-Bentler* (Bryant & Satorra, 2012), a escolha recaiu no método de estimação por *Bootstrap*, apresentado de seguida.

O método de estimação por *Bootstrap* foi introduzido por Efron e Tibshirani (1993) (Kohavi, 1995). Este método envolve repetir amostras aleatórias, substituindo a amostra original por uma nova amostra *Bootstrap* e, assim, calcular erros padrão para as hipóteses testadas (Schumacker & Lomax, 2004). Segundo Hair, Ringle e Sarstedt (2011), o método cria um número elevado, pré especificado, de amostras *Bootstrap* (e.g., 5 000), extraindo casos aleatoriamente e substituindo a amostra original. Cada amostra *Bootstrap* tem o mesmo número de casos da amostra original (e.g., 211 no presente estudo). A estimativa dos parâmetros *Bootstrap* é utilizada para criar uma distribuição empírica da amostra para cada parâmetro do modelo e o desvio padrão é utilizado como um *proxy* para o erro padrão do parâmetro. Os coeficientes obtidos das relações existentes no modelo formam a distribuição *Bootstrap* que pode ser vista como uma aproximação à distribuição da amostra. Os resultados de todas as amostras *Bootstrap* fornecem o erro padrão para cada coeficiente de relação do

modelo. Com esta informação, é calculado um teste *t-Student* para medir a significância das relações.

A amostra *Bootstrap* permite estimar a significância dos coeficientes obtidos, em que um coeficiente igual a zero, hipótese nula, se contrapõe à hipótese alternativa de que o coeficiente não é igual a zero (teste de duas caudas). A eficiência da estimação *Bootstrap* depende da representatividade da amostra em relação à população alvo, ou seja, o método *Bootstrap* assume que a distribuição da amostra representa, com alguma razoabilidade, a distribuição da população (Hair et al., 2011). Esta forma de *Bootstrap*, conhecida como *Bootstrap* não paramétrico (Yung e Bentler, 1996), é bastante atrativa em ciências sociais, uma vez que não depende da distribuição da população (Enders, 2002). O método de estimação por *Bootstrap* executado no *software* AMOS requer a inexistência de valores em falta (doravante *missing values*) (Jose, 2013). Para cumprir este requisito, é necessário proceder à imputação dos *missing values*. Em seguida, apresenta-se o método selecionado para esse efeito.

Segundo Olinsky, Chen e Harlow (2003), o *Expectation Maximization* (EM) é o método mais utilizado para lidar com *missing values*. Este método realiza uma iteração, através de um processo, para estimar, inicialmente, a informação em falta e, depois, os parâmetros. Segundo Gold e Bentler (2000) e Allison (2003), o algoritmo EM gera uma sequência de estimativas de parâmetros através da iteração cíclica entre dois passos: o passo da expectativa (E) e o passo da maximização (M). No passo E, a expectativa condicional da informação completa é calculada considerando os dados observados e os parâmetros atualmente estimados. No passo M, a expectativa condicional calculada no passo E é maximizada para obter uma estimativa atualizada dos parâmetros sob o modelo estrutural. O processo de iterações termina quando os parâmetros estimados convergirem em algum critério pré-estabelecido.

Por último, é abordado o pressuposto relativo à multicolinearidade. A multicolinearidade refere-se às elevadas correlações entre variáveis manifestas (Grewal, Cote & Baumgartner, 2004). Segundo Hair et al. (2011), a informação de um indicador pode revelar-se redundante devido a elevados níveis de multicolinearidade no modelo, o que pode resultar em indicadores sem significância estatística. O'Brien (2007) referiu que para determinar a redundância deve ser analisado o grau de multicolinearidade dos indicadores através do cálculo do Fator de Inflação da Variância (VIF) ou da Tolerância. Segundo o mesmo autor, tanto o VIF como a Tolerância são medidas amplamente utilizadas para determinar o grau de multicolinearidade entre as variáveis manifestas num modelo de regressão. Um valor do VIF de 5 ou mais ou um valor de Tolerância inferior a 0,200 indicam potenciais problemas de multicolinearidade (O'Brien, 2007; Hair et al., 2011). Outros autores, como Marquardt (1970), referem um valor do VIF superior a 10 como indicador de multicolinearidade séria. A existência de multicolinearidade entre as variáveis manifestas sugere a necessidade de reconsiderar o modelo, eliminando a variável em causa.

## II.7 Qualidade do Ajuste

Avaliar a qualidade do ajuste de um MEE não é direto e imediato como o seria caso fossem utilizadas técnicas estatísticas baseadas em variáveis medidas sem erro (Schreiber et al., 2006). A avaliação estatística de um MEE pode ser realizada com recurso a dois tipos de testes: testes de avaliação inferencial e testes ou índices de avaliação descritiva. A avaliação inferencial pode ser realizada através do teste do Qui-quadrado ( $\chi^2$ ), único teste disponível, e a avaliação descritiva pode ser realizada através de três classes de índices: os índices de ajustamento geral, os índices baseados na comparação de modelos e os índices de parcimónia do modelo. Segundo Schreiber et al. (2006), como não existe um único teste de significância estatística que identifique se, para uma dada amostra, um modelo é adequado, é necessário considerar vários critérios e avaliar o ajustamento do modelo considerando vários testes em simultâneo.

Schermelleh-Engel et al. (2003) recomendam um conjunto de testes que são utilizados, com frequência, em publicações académicas: o  $\chi^2$  e o *p-value* associado, o rácio  $\chi^2/\text{graus de liberdade (gl)}$ , o *Root Mean Square Error of Approximation (RMSEA)*, incluindo o intervalo de confiança associado, o *Standardized Root Mean Square Residual (SRMR)*, o *Non-Normed Fit Index (NNFI)*, também conhecido por *Tucker-Lewis Index [TLI]* e o *Comparative Fit Index (CFI)*. Segundo os autores, os índices de ajustamento RMSEA, NNFI e CFI são sensíveis a más especificações dos modelos e não dependem tanto do tamanho da amostra como o teste do  $\chi^2$ . Também Schreiber et al. (2006) referiram que os índices mais utilizados pelos académicos são o NNFI, o CFI e o RMSEA. Já Hu e Bentler (1998) recomendaram a utilização do SRMR, complementado com o NNFI, CFI ou RMSEA.

Atendendo aos estudos de Hu e Bentler (1998), Schermelleh-Engel et al. (2003) e Schreiber et al. (2006), os testes de avaliação da qualidade do ajuste selecionados para avaliar o MEE do presente estudo são o teste do  $\chi^2$ , teste inferencial, o rácio  $\chi^2/\text{gl}$ , o RMSEA e o SRMR, índices descritivos de ajustamento geral, e o NNFI e o CFI, índices descritivos baseados na comparação de modelos. Adicionalmente, é calculado o teste do  $\chi^2$  corrigido de Bollen-Stine para dados que não seguem uma distribuição normal (Bollen & Stine, 1992). Estes testes são analisados, individualmente, em seguida.

O teste do  $\chi^2$  de Ajustamento é utilizado para testar as hipóteses que avaliam a adequação de um MEE (Schermelleh-Engel et al., 2003). De acordo com Schermelleh-Engel et al. (2003), apenas um teste da qualidade do ajuste, o teste do  $\chi^2$  de Ajustamento, tem uma significância estatística associada, sendo os restantes testes descritivos. Um valor de  $\chi^2$  sem significância, ou seja, um *p-value* associado superior a 0,05, indica que a hipótese nula é aceite e o modelo é considerado compatível com a matriz de covariância populacional. O rácio  $\chi^2/\text{gl}$  também avalia a adequação do MEE. Segundo Marôco (2014), o ajustamento é perfeito se  $\chi^2/\text{gl}=1$ , bom se inferior a 2-3, aceitável se inferior a 5 e inaceitável para valores superiores a 5. O teste estatístico do  $\chi^2$  para *Bootstrap* de Bollen-Stine é uma medida alternativa da qualidade do ajustamento que não está sujeita ao constrangimento da distribuição normal dos dados (Ory &

Mokhtarian, 2010). O teste de Bollen-Stine avalia a hipótese nula de que o modelo está especificado corretamente, ou seja, um *p-value* inferior a 0,05 indica que o modelo deve ser rejeitado. Devido à sensibilidade da estatística inferencial do  $\chi^2$  ao tamanho da amostra, foram desenvolvidos testes alternativos da qualidade do ajuste (Schermelleh-Engel et al., 2003).

Segundo Schermelleh-Engel et al. (2003), os índices de ajustamento descritivos têm sido desenvolvidos para serem analisados de forma intuitiva. A maioria destes índices varia entre 0 (não ajusta) e 1 (ajustamento perfeito). Princiando a análise com os índices descritivos de ajustamento geral, o RMSEA e o SRMR indicam em que medida um MEE se adequa aos dados empíricos. O RMSEA é um índice aproximado de ajuste populacional e, por conseguinte, centra-se na discrepância relacionada com a aproximação. Segundo Browne e Cudeck (1992), um valor do RMSEA menor ou igual a 0,05 indica um bom ajuste, valores entre 0,05 e 0,08 indicam um ajustamento adequado, valores entre 0,08 e 0,10 indicam um ajustamento medíocre e valores superiores a 0,10 não são aceitáveis.

Para analisar o índice SRMR é necessário introduzir o índice *Root Mean Square Residual* (RMR). O RMR é um índice geral de mau ajustamento baseado nos resíduos ajustados (Jöreskog & Sörbom, 1993). Os resíduos ajustados expressam as discrepâncias que restaram entre as matrizes de covariância depois de estimados os parâmetros do modelo. Valores do RMR perto de 0 sugerem um bom ajustamento. Como alguns elementos do cálculo do RMR dependem da escala das variáveis, os resíduos ajustados também dependem dessa escala, o que significa que os valores do RMR dependem do tamanho das variâncias e covariâncias das variáveis observadas, ou seja, sem se considerarem as escalas das variáveis é impossível determinar se o valor do RMR indica um bom ou mau ajustamento. Para ultrapassar a limitação do RMR foi introduzido o SRMR (Hu & Bentler, 1998; Schermelleh-Engel et al., 2003). De acordo com Hu e Bentler (1998) e Schermelleh-Engel et al. (2003), os resíduos são divididos pelos desvios padrão das respetivas variáveis manifestas, o que resulta numa matriz padronizada de resíduos. Através do cálculo da raiz quadrada média dos resíduos padronizados obtém-se o SRMR. Um SRMR com valor 0 indica um ajustamento perfeito, sendo que valores inferiores a 0,05 indicam um bom ajustamento e valores inferiores a 0,10 podem ser interpretados como aceitáveis (Hu & Bentler, 1998; Schermelleh-Engel et al., 2003).

Passando à análise dos índices descritivos de comparação do ajustamento de um modelo, o NNFI e o CFI baseiam-se na comparação do modelo de interesse com um modelo base ou de independência (Schermelleh-Engel et al., 2003). De acordo com Schermelleh-Engel et al. (2003), o modelo de comparação que normalmente é utilizado é o modelo de independência. O modelo de independência assume que as variáveis observadas são medidas sem erro, ou seja, as variâncias do erro são fixadas em 0 e todas as cargas dos fatores em 1, e ainda que nenhuma variável está correlacionada. Este modelo base é bastante restritivo, sendo que apenas têm que ser estimados os parâmetros  $p$  (a variância das variáveis).

O NNFI foi desenvolvido por Bentler e Bonnett (1980) a partir do trabalho de Tucker e Lewis (1973), o TLI. O NNFI mede o ajustamento relativo e varia, geralmente, entre 0 e 1, mas, como se trata de uma medida não normalizada, os valores podem ultrapassar estes limites, sendo

que quanto maior o NNFI, melhor o ajustamento do modelo (Schermelleh-Engel et al., 2003). Segundo Schermelleh-Engel et al. (2003), um valor do NNFI de 0,97 é indicativo de um bom ajustamento relativamente ao modelo de independência, enquanto valores superiores a 0,95 indicam um ajustamento aceitável. Segundo Jöreskog e Sörbom (1993), como o modelo de independência obtém, com frequência, um valor do  $\chi^2$  elevado, os valores do NNFI são sempre próximos de 1. Por isso, o valor de 0,97 parece ser mais adequado como indicador de um modelo bem ajustado. A principal vantagem do NNFI é ser um dos índices de ajustamento menos afetado pelo tamanho da amostra (Schermelleh-Engel et al., 2003).

O CFI foi introduzido por Bentler (1990) e, tal como o NNFI, assume que as variáveis latentes não estão correlacionadas e compara a matriz de covariância da amostra com o modelo de independência (Hooper, Cauglan & Mullen, 2008). Este índice varia entre 0 e 1, sendo que quanto maior o valor do CFI, melhor o ajustamento (Schermelleh-Engel et al., 2003). Segundo Schermelleh-Engel et al. (2003), um valor de 1 indica um ajustamento perfeito relativamente ao modelo de independência, um valor de 0,97 indica um bom ajustamento, e valores superiores a 0,95 podem ser interpretados como um ajustamento aceitável. O CFI, a par com o NNFI, é um dos índices menos afetados pelo tamanho da amostra.

### III ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Esta secção inicia com a caracterização da amostra, recorrendo, para esse efeito, ao volume de negócios, ao número médio de colaboradores ao serviço e ao ativo total líquido. Segue-se a análise descritiva das medidas por ano, por tipo de entidades e por índice. São analisados os resultados obtidos face aos pressupostos da AEE, desde a inexistência de *outliers* multivariados e a distribuição normal dos dados até à ausência de multicolinearidade entre as variáveis manifestas. É feita a avaliação da qualidade do ajuste e são referidos os resultados obtidos pelos testes aplicados ao modelo. Por último, são analisados os coeficientes de trajetória estandardizados e os respetivos níveis de significância que permitem avaliar as relações previstas no modelo e determinar os resultados das hipóteses de investigação. Também é feita uma breve exposição dos coeficientes de correlação múltiplos.

#### III.1 Caracterização da Amostra

A amostra pode ser agrupada por tipo de entidades (identificação e números absolutos e relativos), como se apresenta em seguida (Tabela 2).

Tabela 2. Tipo de entidades: identificação e números (absolutos e relativos).

Tipo	Identificação (símbolo usado na Euronext)	n	%
Bens de Consumo	COR, SUCO e VAF	3	7,0
Gás e Petróleo	GALP	1	2,3
Indústria	ALTR, CPR, GPA, LIG, MAR, EGL, ORE, SDCAE, SONI, TDSA, SCT e CTT*	12	27,9
Materiais Básicos	RAM, INA, PTI e SEM	4	9,3
Serviços ao Consumidor	CFN, ESO, IBS, IPR, JMT, MCP, NOS, SVA e SON	9	20,9
Serviços Financeiros	BCP, BES**, BPI, BANIF e SONC	5	11,6
Tecnológicas	COMAE, GLINT, NBA e RED	4	9,3
Telecomunicações	PHR e SNC	2	4,7
Utilitárias	EDP, EDPR e RENE	3	7,0
<b>Total</b>		<b>43</b>	<b>100</b>

Notas: \* A entidade CTT foi incluída na amostra a partir do período 2013; \*\* A entidade BES foi excluída da amostra no período 2014; N = número de entidades em valor absoluto.

Fonte: Elaboração própria com base na informação disponível em Euronext (2016).

Pela análise da Tabela 2 acima, conclui-se que o tipo de entidades que regista o maior número é a Indústria, com 27,9% (12) das entidades. O tipo de entidades que regista o menor número é o Gás e Petróleo, com 2,3% (1) das entidades.

A distribuição das entidades em função da localização das sedes está representada na Figura 2, distinguindo o valor absoluto e percentual.

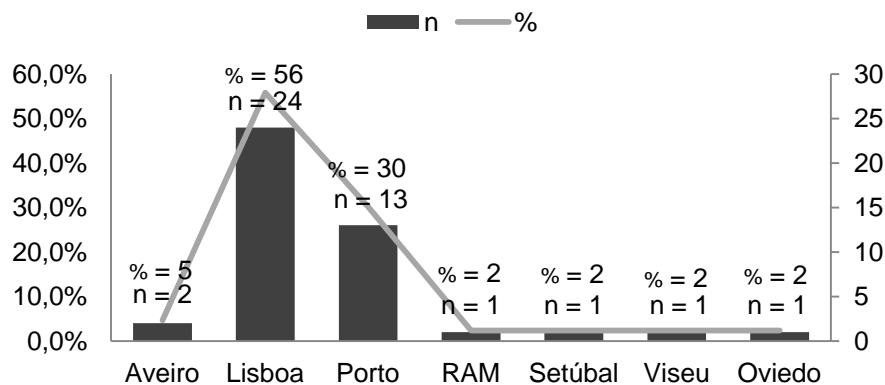


Figura 2. Distribuição das entidades por localização das sedes.

Notas: n = número de sedes em valor absoluto; RAM = Região Autónoma da Madeira.

Segundo a informação da figura 2, a região cuja sede concentra o maior número de entidades da amostra é o distrito de Lisboa, com 24 sedes (56%). Em sentido contrário, as regiões que registam um menor número de sedes de empresas são a Região Autónoma da Madeira (Banif - Banco Internacional do Funchal, SA), os distritos de Setúbal e Viseu (Portucel, SA e Martifer, SGPS, SA, respetivamente), e a localidade espanhola de Oviedo (EDP Renováveis, SA).

Na Tabela 3 apresenta-se o peso relativo de volume de negócios, colaboradores ao serviço e o ativo total líquido por tipo e por ano. As cores cinza escuro e cinza claro assinalam, respetivamente, o menor valor e o maior valor apurado nos cinco períodos em análise.

Tabela 3. Peso relativo de volume de negócios, colaboradores e ativo total líquido por tipo e por ano.

Tipo de Entidades	2010			2011			2012			2013			2014		
	V	C	A	V	C	A	V	C	A	V	C	A	V	C	A
Bens de Consumo	1,1	2,2	0,3	1,0	1,9	0,4	1,1	2,2	0,4	1,1	2,6	0,4	1,2	2,8	0,6
Gás e Petróleo	18,4	2,6	3,2	19,9	2,2	2,7	22,8	2,5	3,7	24,4	2,9	3,9	23,6	3,0	5,2
Indústria	12,2	20,1	6,1	10,9	17,2	4,7	9,7	21,2	5,1	11,9	31,4	5,3	12,3	28,7	7,3
Materiais Básicos	5,4	3,1	2,5	5,2	2,7	2,0	5,5	3,0	2,1	5,6	3,6	2,3	6,0	3,6	3,0
Serviços ao Consumidor	22,6	36,8	5,6	21,5	33,6	4,4	21,4	37,3	3,9	23,4	33,7	4,4	26,6	39,7	6,1
Serviços Financeiros	13,1	16,9	86,0	13,2	14,3	63,0	12,7	15,3	62,5	10,4	17,5	62,5	5,9	13,3	52,2
Tecnológicas	0,6	1,6	0,2	0,5	1,9	0,2	0,6	2,2	0,1	0,5	2,4	0,2	0,6	2,9	0,3
Telecomunicações	6,0	11,9	6,0	8,1	22,1	6,7	3,9	11,6	5,9	0,1	0,3	3,8	0,2	0,4	0,9
Utilitárias	20,3	4,8	20,2	19,6	4,1	15,9	22,3	4,7	16,3	22,5	5,7	17,3	23,6	5,8	24,4

Notas: V = volume de negócios (%); C = colaboradores (%); A = ativo total líquido (%).

Destaca-se, na Tabela 3, que o tipo de entidades Serviços ao Consumidor, apesar de não ter registado o maior número de entidades, 20,9% (9) no total, obteve o maior número relativo de colaboradores em todos os anos e o maior valor relativo do volume de negócios na maioria. No sentido oposto, as Tecnológicas, com 9,3% (4) do total, apesar de não ser o tipo com o menor número de entidades, obteve os menores valores relativos, entre 2010 e 2012, de todos

os indicadores considerados na análise, a ainda o menor valor relativo do ativo total líquido em 2013 e 2014.

### III.2 Análise Descritiva

A Tabela 4 contém a estatística descritiva por medida e por ano da amostra. As cores cinza escuro e cinza claro assinalam, respetivamente, o menor valor e o maior valor apurado nos cinco períodos em análise.

Tabela 4. Análise descritiva por medida e por ano.

Indicador ou Variável	Medida Estatística	Ano				
		2010	2011	2012	2013	2014
Resultado líquido/ativo total líquido (Un: %)	Mínimo	-14,26	-45,67	-22,76	-8,98	-23,74
	Máximo	38,37	7,97	10,41	141,33	9,12
	Média	2,26	-0,65	0,02	4,49	-0,20
	Desvio Padrão	6,95	8,06	5,43	21,72	6,83
EBITDA/ativo total líquido (Un: %)	Mínimo	-2,80	-3,13	-6,41	-6,85	-2,18
	Máximo	18,32	17,43	46,85	18,57	17,27
	Média	8,65	7,72	8,81	7,98	7,21
	Desvio Padrão	4,70	4,63	8,22	4,51	4,96
EPS básico (Un: EUR)	Mínimo	-1,98	-1,91	-1,34	-1,05	-0,96
	Máximo	6,48	1,10	1,12	1,29	1,01
	Média	,27	-0,01	0,04	0,09	0,07
	Desvio Padrão	1,07	0,47	0,41	0,35	0,29
Preço das ações (Un: EUR)	Mínimo	0,05	0,03	0,02	0,01	0,01
	Máximo	14,51	12,58	14,60	14,22	10,03
	Média	2,88	2,09	1,95	2,34	2,15
	Desvio Padrão	3,23	2,72	2,89	3,03	2,66
Remuneração total do CEO/ativo total líquido (Un: %)	Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Máximo	0,35	0,42	0,69	0,37	0,59
	Média	0,07	0,08	0,08	0,07	0,07
	Desvio Padrão	0,08	0,11	0,12	0,09	0,11
MVA/ativo total líquido (Un: %)	Mínimo	-44,61	-48,03	-116,61	-55,31	-68,09
	Máximo	157,29	162,62	174,91	163,09	95,47
	Média	16,64	7,66	2,91	11,77	10,45
	Desvio Padrão	37,49	34,19	39,78	37,87	35,70

Notas: Un = Unidade de medida; EBITDA = *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*; EPS = *Earnings Per Share*; CEO = *Chief Executive Officer*; MVA = *Market Value Added*.

De acordo com a Tabela 4, o ano que registou os menores valores das estatísticas analisadas foi 2014, com dez registos. Em sentido contrário, o ano que registou os maiores valores foi 2012, com nove registos. De salientar que tanto o menor como o maior MVA (respetivamente -116,61% e 174,91%) foram registados no mesmo ano, 2012. Destacam-se ainda, positivamente, os valores do resultado líquido obtidos no ano 2013 e, negativamente, os valores obtidos pela mesma variável no ano 2011. Como referido anteriormente, 2011 ficou

mercado pela crise das dívidas soberanas na Europa e pelo pedido de assistência financeira de Portugal, o que pode explicar, pelo menos em parte, esses valores.

A Tabela 5 contém a estatística descritiva por medida e por índice. A cor cinza claro assinala o maior valor apurado entre o índice PSI 20 e o índice PSI Geral (excluindo PSI 20).

Tabela 5. Análise descritiva por medida e por índice.

Medida	Medida Estatística	Índice		
		PSI GERAL (Excluindo PSI 20)	PSI 20	PSI GERAL
Resultado líquido/ativo total líquido (Un: %)	Mínimo	-45,67	-23,74	-45,67
	Máximo	141,33	38,37	141,33
	Média	0,44	2,30	1,20
	Desvio Padrão	14,31	5,75	11,62
EBITDA/ativo total líquido (Un: %)	Mínimo	-6,85	-2,18	-6,85
	Máximo	46,85	19,42	46,85
	Média	7,04	9,80	8,06
	Desvio Padrão	5,85	4,49	5,54
EPS básico (Un: EUR)	Mínimo	-1,98	-0,48	-1,98
	Máximo	0,81	6,48	6,48
	Média	-0,04	0,29	0,09
	Desvio Padrão	0,41	0,74	0,59
Preço das ações (Un: EUR)	Mínimo	0,01	0,01	0,01
	Máximo	8,10	14,60	14,60
	Média	1,42	3,53	2,28
	Desvio Padrão	1,60	3,80	2,90
Remuneração total do CEO/ativo total líquido (Un: %)	Mínimo	0,00	0,00	0,00
	Máximo	0,69	0,10	0,69
	Média	0,11	0,02	0,07
	Desvio Padrão	0,12	0,02	0,10
MVA/ativo total líquido (Un: %)	Mínimo	-116,61	-13,98	-116,61
	Máximo	61,15	174,91	174,91
	Média	-2,29	27,61	9,90
	Desvio Padrão	26,88	42,30	36,99

Notas: Un = Unidade de medida; EBITDA = *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*; EPS = *Earnings Per Share*; CEO = *Chief Executive Officer*; MVA = *Market Value Added*.

De acordo com a Tabela 5 acima, nos cinco anos analisados o índice PSI 20 registou dezasseis estatísticas com o maior valor contra sete registadas pelo índice PSI Geral (excluindo PSI 20). O índice PSI 20 registou todas as estatísticas com maior valor do EPS básico e do MVA e a maioria do preço das ações. Já o PSI Geral (excluindo PSI 20) registou a maioria das estatísticas com o maior valor da remuneração.

A Tabela 6 contém a estatística descritiva por medida e por tipo de entidades. As cores cinza escuro e cinza claro assinalam, respetivamente, o menor valor e o maior valor apurado nos nove tipos de indústria.

Tabela 6. Análise descritiva por medida e por tipo de entidades.

Medida	Medida Estatística	Tipo de Entidades								
		Bens de Consumo	Gás e Petróleo	Indústria	Materiais Básicos	Serviços ao Consumidor	Serviços Financeiros	Tecnológicas	Telecomunicações	Utilitárias
Resultado líquido/ativo total líquido (Un: %)	Mínimo	-2,85	-1,31	-45,67	-0,87	-9,84	-4,12	-7,55	-23,74	0,00
	Máximo	5,94	4,82	141,33	7,90	8,47	0,79	9,12	38,37	3,23
	Média	1,32	2,32	-0,11	3,77	1,82	-0,74	0,89	4,15	1,95
	Desvio Padrão	2,97	2,46	20,99	2,78	3,84	1,25	3,68	14,86	1,03
EBITDA/ativo total líquido (Un: %)	Mínimo	0,23	6,24	-6,85	2,58	2,27	Não calculado para este tipo de entidades	1,52	-2,18	5,56
	Máximo	14,05	11,49	16,57	15,01	19,42		46,85	12,94	10,98
	Média	6,96	8,70	5,78	9,10	11,43		7,79	7,38	8,50
	Desvio Padrão	4,93	2,28	5,05	3,88	4,02		9,49	4,84	1,72
EPS básico (Un: EUR)	Mínimo	-0,01	-0,21	-1,98	-0,04	-0,75	-0,29	-1,14	-0,35	0,09
	Máximo	0,29	0,53	0,76	1,29	0,81	0,41	0,43	6,48	0,31
	Média	0,10	0,30	-0,13	0,42	0,09	-0,01	0,01	0,81	0,21
	Desvio Padrão	0,11	0,31	0,55	0,44	0,29	0,14	0,29	2,00	0,07
Preço das ações (Un: EUR)	Mínimo	0,07	8,43	0,01	0,12	0,20	0,01	0,11	0,86	2,06
	Máximo	3,02	14,51	8,02	10,03	14,60	2,88	6,07	8,38	5,40
	Média	1,05	11,60	1,57	2,80	3,19	0,63	1,42	2,87	3,12
	Desvio Padrão	0,87	2,16	1,68	3,06	3,87	0,66	1,61	2,28	1,07
Remuneração total do CEO/ativo total líquido (Un: %)	Mínimo	0,03	0,01	0,00	0,03	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00
	Máximo	0,09	0,02	0,69	0,08	0,37	0,05	0,42	0,10	0,01
	Média	0,05	0,01	0,10	0,06	0,08	0,01	0,17	0,05	0,01
	Desvio Padrão	0,02	0,00	0,15	0,02	0,07	0,02	0,12	0,04	0,00
MVA/ativo total líquido (Un: %)	Mínimo	-8,84	46,63	-68,09	-22,16	-25,15	-32,70	-116,61	3,90	-7,58
	Máximo	43,51	122,28	95,47	54,63	174,91	1,17	38,35	61,36	18,92
	Média	8,11	76,76	2,54	10,06	30,68	-6,99	-17,79	25,50	8,30
	Desvio Padrão	13,06	28,80	29,43	22,21	52,75	10,90	35,68	19,91	9,24

Notas: Un = Unidade de medida; EBITDA = Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization; EPS = Earnings Per Share; CEO = Chief Executive Officer; MVA = Market Value Added.

Pela análise à Tabela 6 acima, conclui-se que os tipos de entidades que registaram os menores valores nas estatísticas analisadas nos cinco anos da amostra foram os Serviços Financeiros e as Utilitárias, com sete registros cada um. Em sentido contrário, o tipo Telecomunicações registou quatro estatísticas com o valor mais elevado e nenhuma com o menor valor. O tipo Materiais Básicos não registou nenhuma estatística com o maior ou o menor valor. Destacam-se ainda, positivamente, os valores do EPS básico obtidos pelo tipo de entidades Telecomunicações e, negativamente, os valores do preço das ações obtidos pelo tipo de entidades Serviços Financeiros.

### III.3 Diagnóstico dos Pressupostos da Análise de Equações Estruturais

Neste ponto são analisados os resultados dos pressupostos da AEE, atendendo às recomendações de Schreiber et al. (2006) e Mueller e Hancock (2008), sobre a inexistência de *outliers*, o tamanho da amostra, a normalidade multivariada dos dados e ainda sobre a ausência de multicolinearidade entre as variáveis manifestas.

O pressuposto sobre a inexistência de *outliers* foi avaliado pela distância quadrada de Mahalanobis (Marôco, 2014). A Tabela 7 contém os resultados parciais.

Tabela 7. Distância quadrada de Mahalanobis.

Observação	$D^2$	$p_1$	$p_2$	Observação	$D^2$	$p_1$	$p_2$
28	177,16	0,00	0,00	98	20,21	0,00	0,00
179	50,92	0,00	0,00	62	18,44	0,01	0,00
137	40,18	0,00	0,00	56	17,31	0,01	0,00
52	39,69	0,00	0,00	161	17,16	0,01	0,00
94	38,75	0,00	0,00	86	16,22	0,01	0,00
17	36,26	0,00	0,00	101	16,14	0,01	0,00
10	33,62	0,00	0,00	72	15,55	0,01	0,00
14	32,67	0,00	0,00	16	15,22	0,01	0,00
59	32,06	0,00	0,00	112	13,57	0,01	0,00
203	29,82	0,00	0,00	34	13,49	0,02	0,00
141	22,81	0,00	0,00	183	12,89	0,02	0,00
104	21,72	0,00	0,00	138	12,29	0,04	0,00
44	21,51	0,00	0,00	20	11,79	0,04	0,00
147	21,33	0,00	0,00				
<b>Total</b>				<b>27</b>			

Notas:  $D^2$  = distância quadrada de Mahalanobis;  $p$  = probabilidade.

Atendendo aos resultados da Tabela 7, existem 27 *outliers* multivariados, ou seja, 27 observações com valores de  $p_1$  e  $p_2$  inferiores a 0,05 (Marôco, 2014). Estas observações foram removidas para realizar as análises subsequentes (Schreiber et al., 2006).

Relativamente ao pressuposto sobre o tamanho da amostra, o modelo em estudo é composto por 10 regressões, 1 covariância e 7 variâncias, totalizando 18 parâmetros, e o número de observações é de 184, das 211 iniciais, após a remoção dos *outliers* multivariados. Considerando o critério geral (rácio participantes/parâmetro  $\geq 10$ ) referido pelos autores Schreiber et al. (2006), o

tamanho da amostra cumpre o pressuposto para aplicar a técnica de AEE, uma vez que o rácio de participantes por parâmetro é de 10,22 (184/18) para 1.

O pressuposto sobre a normalidade multivariada das variáveis foi avaliado pelos coeficientes de assimetria e curtose univariada e multivariada. Na Tabela 8 apresentam-se os resultados obtidos para as variáveis manifestas.

Tabela 8. Avaliação da normalidade.

Variáveis (EUR)	Coefficientes de Assimetria	Rácio Crítico	Curtose Univariada	Rácio Crítico
Resultado líquido	-0,640	-3,545	7,354	20,363
EBITDA	3,124	17,302	16,618	46,013
EPS básico	-0,554	-3,069	3,445	9,540
Preço das ações	1,626	9,004	2,404	6,657
Remuneração total do CEO	1,209	6,695	0,693	1,918
Criação de valor para o acionista	2,474	13,700	10,903	30,190
<b>Curtose Multivariada</b>			59,953	41,500

Notas: EBITDA = *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*; EPS = *Earnings Per Share*; CEO = *Chief Executive Officer*.

Conclui-se, pela análise aos resultados apresentados na Tabela 8, que as variáveis manifestas apresentam valores superiores aos valores de referência ( $|Sk| < 2$  e  $|Ku| < 7$ ) indicados por Finney e DiStefano (2006), o que indica violação severa da distribuição normal. O rácio crítico indica violação severa significativa ( $z\text{-value} \pm 2$ ) e a curtose multivariada confirma a violação severa da distribuição normal dos dados ( $Ku_M > 10$ ).

Uma vez que os dados não cumprem o pressuposto da distribuição normal, a função ML não pode ser utilizada para a estimação do modelo. Alternativamente, vai ser utilizado o método de estimação por *Bootstrap*. Este método requer a inexistência de *missing values* (Jose, 2013) e, para cumprir este requisito, procedeu-se à sua imputação. Da análise realizada, verificou-se que os *missing values* da amostra estão concentrados na variável EBITDA. Como já foi referido anteriormente, a variável EBITDA não foi calculada para as entidades classificadas como sendo do tipo Serviços Financeiros. Por essa razão, o número de *missing values* corresponde ao número de entidades do tipo Serviços Financeiros que fazem parte da amostra em cada um dos cinco períodos em análise. Na Tabela 9 apresentam-se os *missing values* da amostra.

Tabela 9. *Missing values* por variável.

Variável	Missing Values		Casos Validados
	Em Valor Absoluto	Em Percentagem	
EBITDA	22	12,00%	162

Notas: A percentagem mínima de *missing values* por variável para ser incluída na análise é de 0,01%; EBITDA = *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*.

De acordo com a Tabela 9, que contém a análise realizada aos *missing values*, foram detetados 22 valores em falta, correspondente a 12% do total da amostra para a variável EBITDA. Os 22 valores em falta foram imputados pelo método EM.

Por último, o pressuposto sobre a ausência de multicolinearidade entre as variáveis manifestas foi avaliado através de uma correlação linear múltipla com as estatísticas VIF e Tolerância. A tabela seguinte contém os resultados.

*Tabela 10. Cálculo do VIF e da Tolerância.*

Variável Manifesta	Tolerância	VIF
Resultado líquido	0,675	1,482
EBITDA	0,578	1,73
EPS básico	0,666	1,502
Preço das ações	0,546	1,831
Remuneração total do CEO	0,641	1,56
Criação de valor para o acionista	0,581	1,72

Notas: a variável dependente utilizada no cálculo foi a variável desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos; VIF = fator de inflação da variância; EBITDA = *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*; EPS = *Earnings Per Share*; CEO = *Chief Executive Officer*.

De acordo com a Tabela 10 acima, todas as variáveis manifestas obtiveram um valor do VIF inferior a 5. O valor do VIF que mais se aproxima do limite definido por Hair et al. (2011) é o valor da variável preço das ações, 1,831. Segundo O'Brien (2007), o VIF é o inverso da Tolerância, por isso um valor de Tolerância inferior a 0,200 representa um VIF superior a 5, e um valor de Tolerância inferior a 0,100 corresponde a um VIF superior a 10. Assim, em consonância com o valor do VIF, também a variável preço das ações apresenta o menor valor de Tolerância, 0,546.

#### III.4 Diagnóstico da Qualidade do Ajuste

Como já foi referido anteriormente, a qualidade do ajuste do MEE do presente estudo foi avaliada com recurso ao teste do  $\chi^2$ , teste inferencial, ao rácio  $\chi^2/gl$ , ao RMSEA e ao SRMR, índices descritivos de ajustamento geral, e ao NNFI e ao CFI, índices descritivos baseados na comparação de modelos. Adicionalmente, foi calculado o teste do  $\chi^2$  corrigido de Bollen-Stine. A tabela seguinte resume os resultados dos testes selecionados.

Tabela 11. Resultados dos testes de diagnóstico da qualidade do modelo.

Teste de Diagnóstico	Resultado	Observações
$\chi^2$ e $\chi^2$ corrigido	4,911	$p$ -value = 0,297 e $p$ -value = 0,306
$\chi^2/gl$	1,228	
RMSEA	0,035	$p$ -value = 0,510; IC = 90%
SRMR	0,026	
NNFI	0,989	
CFI	0,997	

Notas:  $\chi^2$  = Qui-quadrado; gl = graus de liberdade; RMSEA = *Root Mean Square Error of Approximation*; SRMR = *Standardized Root Mean Square Residual*; NNFI = *Non-Normed Fit Index*; CFI = *Comparative Fit Index*; IC = Intervalo de Confiança.

De acordo com os resultados da Tabela 11, os testes de qualidade do ajuste indicam que o modelo tem um bom ajustamento (Browne & Cudeck, 1993; Jöreskog & Sörbom, 1993; Hu & Bentler, 1998; Schermelleh-Engel et al., 2003; Marôco, 2014). O resultado do teste estatístico do  $\chi^2$  é de 4,911, com um  $p$ -value associado de 0,297, ou seja, a matriz de covariância populacional não difere significativamente da matriz de covariância estimada pelo modelo (hipótese nula), e o resultado do rácio  $\chi^2/gl$  é de 1,228. Como o teste do  $\chi^2$  é sensível à violação do pressuposto da distribuição normal, e as variáveis manifestas do presente estudo violam esse pressuposto, foi calculado o teste do  $\chi^2$  corrigido de Bollen-Stine (Bollen & Stine, 1992) que obteve um  $p$ -value de 0,306 em duas mil amostras *Bootstrap*, confirmando a adequação do modelo. Os índices descritivos de ajustamento geral RMSEA e SRMR obtiveram um resultado de, respetivamente, 0,035 ( $P[RMSEA \leq 0,05] = 0,510$ ; intervalo de confiança a 90%) e 0,026. Já os índices descritivos de comparação de modelos NNFI e CFI obtiveram resultados de, respetivamente, 0,989 e 0,997.

### III.5 Estimativas Estandarizadas e Significância das Trajetórias

Este ponto inicia-se com a apresentação do modelo final de equações estruturais do estudo. O modelo é composto por duas variáveis latentes, seis variáveis manifestas e sete fatores únicos ou erros ( $\epsilon$ ). Tem ainda uma correlação identificada entre os erros. Os erros de mensuração das variáveis resultado líquido e EPS básico estão correlacionados pelo motivo da última utilizar a primeira na fórmula de cálculo. São também identificadas, abreviadamente, as hipóteses (H) de investigação e os caminhos direcionais que as representam (ver modelo completo no Anexo III do presente estudo).

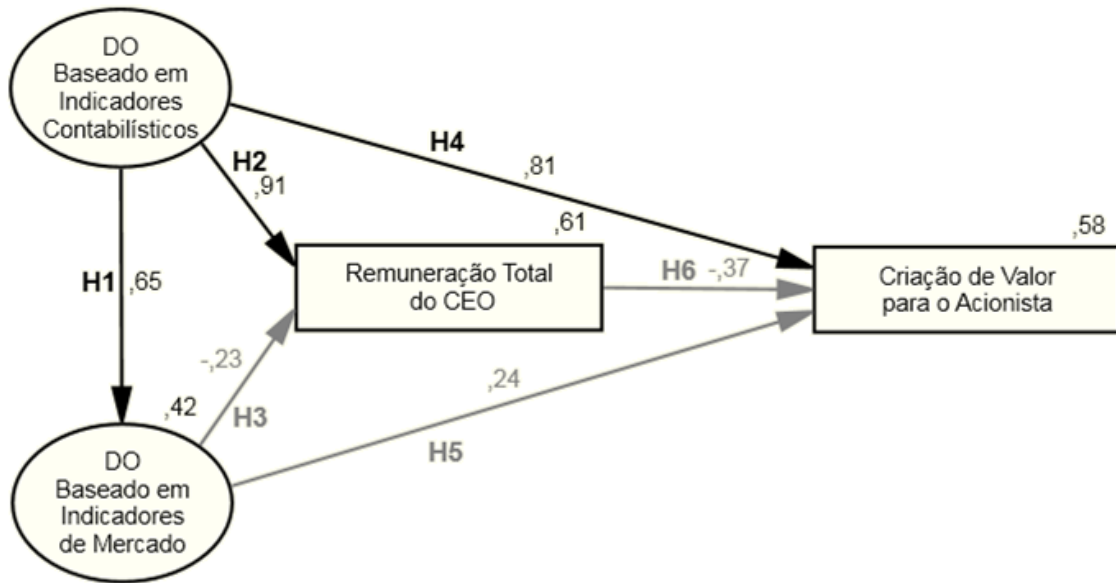


Figura 3. Modelo final de equações estruturais.

Tendo presente a Figura 3, os valores que acompanham os caminhos direcionais indicam os coeficientes de trajetória estandardizados ( $\beta$ ) dos parâmetros das relações que representam. Os valores posicionados no lado superior direito das variáveis latentes e manifestas indicam os coeficientes de correlação múltiplos ( $R^2$ ). O nível de significância dos parâmetros estimados pelo modelo foi obtido com recurso ao processo de estimação por *Bootstrap*, que simulou duas mil amostras.

Os resultados indicam uma correlação entre os erros de mensuração das variáveis manifestas resultado líquido e EPS básico de 0,34 ( $R = 0,340$ ;  $p < 0,001$ ), como esperado. Os pesos fatoriais do desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos no EBITDA e no resultado líquido são de, respetivamente, 0,72 e 0,52 ( $\lambda = 0,72$  e  $\lambda = 0,52$ ), sendo que a proporção da variância explicada é de 51% e 27% ( $R^2 = 0,51$  e  $R^2 = 0,27$ ). Já os pesos fatoriais do desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado no EPS básico e no preço das ações são de, respetivamente, 0,52 e 0,92 ( $\lambda = 0,52$  e  $\lambda = 0,92$ ), sendo que a proporção da variância explicada é de 27% e 84% ( $R^2 = 0,27$  e  $R^2 = 0,84$ ). Todos os fatores apresentam pesos fatoriais elevados ( $\lambda \geq 0,5$ ), o que indica validade fatorial, e fiabilidades individuais adequadas ( $R^2 \geq 0,25$ ) (Marôco, 2014). Os coeficientes de trajetória estandardizados e os coeficientes de correlação múltiplos, incluindo as respetivas significâncias estatísticas, vão ser analisados, individualmente, em seguida.

A Tabela 12 contém os coeficientes de trajetória estandardizados, e os respetivos níveis de significância, que avaliam estatisticamente as hipóteses formuladas na presente investigação.

Tabela 12. Resultados estatísticos das hipóteses formuladas.

H	Trajectoria	Coefficiente	P-value
H <sub>1</sub>	Desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos → desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado	0,65	<0,01
H <sub>2</sub>	Desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos → remuneração total do CEO	0,91	<0,01
H <sub>3</sub>	Desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado → remuneração total do CEO	-0,23	>0,05
H <sub>4</sub>	Desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos → criação de valor para o acionista	0,81	<0,05
H <sub>5</sub>	Desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado → criação de valor para o acionista	0,24	>0,05
H <sub>6</sub>	Remuneração total do CEO → criação de valor para o acionista	-0,37	>0,05

Notas: H = Hipótese; CEO = *Chief Executive Officer*.

De acordo com os dados da Tabela 12, os efeitos do desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos no desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado ( $\beta = 0,650$ ;  $p < 0,001$ ) e do desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos na remuneração total do CEO ( $\beta = 0,910$ ;  $p = 0,001$ ) são positivos e estatisticamente significativos. Já o efeito do desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado na remuneração total do CEO não é positivo nem estatisticamente significativo ( $\beta = -0,230$ ;  $p\text{-value} = 0,130$ ). O efeito da variável desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos na variável criação de valor para o acionista é positivo e estatisticamente significativo ( $\beta = 0,810$ ;  $p\text{-value} = 0,034$ ). O efeito do desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado na criação de valor para o acionista é positivo mas não estatisticamente significativo ( $\beta = 0,240$ ;  $p\text{-value} = 0,483$ ). Por último, o efeito da remuneração total do CEO na criação de valor para o acionista é negativo e não é estatisticamente significativo ( $\beta = -0,370$ ;  $p\text{-value} = 0,107$ ).

Os coeficientes de correlação múltiplos, e os respetivos níveis de significância, que avaliam a variabilidade de uma dada variável face aos preditores utilizados para essa variável, são apresentados na tabela seguinte.

Tabela 13. Análise da variabilidade.

Variável	Coefficiente de Correlação Múltiplo	P-value
Desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado	42%	<0,01
Remuneração total do CEO	61%	<0,01
Criação de valor para o acionista	58%	<0,01

Nota: CEO = *Chief Executive Officer*.

Pela análise aos resultados apresentados na Tabela 13 conclui-se que o modelo explica 42% da variabilidade do desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado ( $R^2 = 0,423$ ;  $p = 0,001$ ), 61% da variabilidade da remuneração total do CEO ( $R^2 = 0,611$ ;  $p = 0,001$ ) e 58% da variabilidade da criação de valor para o acionista ( $R^2 = 0,576$ ;  $p = 0,003$ ).

### III.6 Discussão

A Tabela 14 sintetiza os resultados das hipóteses de investigação deste estudo.

Tabela 14. Síntese dos resultados das hipóteses de investigação.

H	Definição da Hipótese	Confirmação da Hipótese
H <sub>1</sub>	O desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia o desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado	Confirmada
H <sub>2</sub>	O desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia a remuneração total do CEO	Confirmada
H <sub>3</sub>	O desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado influencia a remuneração total do CEO	Não confirmada
H <sub>4</sub>	O desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia a criação de valor para o acionista	Confirmada
H <sub>5</sub>	O desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado influencia a criação de valor para o acionista	Não confirmada
H <sub>6</sub>	A remuneração total do CEO influencia a criação de valor para o acionista	Não confirmada

Notas: H = Hipótese; CEO = *Chief Executive Officer*.

Tal como indica a Tabela 14, foram confirmadas as hipóteses H<sub>1</sub>, H<sub>2</sub> e H<sub>4</sub>. A Hipótese 1 confirma que o mercado absorve toda a informação disponível sobre uma dada empresa e reflete-a na sua avaliação sobre a mesma (e.g., Merchant, 2007). Assim, quanto melhor ou pior o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos, melhor ou pior o desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado.

A Hipótese 2 confirma o pressuposto de que o contrato ótimo (e.g., Tosi et al., 1997; Bloom & Milkovich, 1998; Bebchuk & Fried, 2003; Sloof & Praag, 2008) da teoria da agência estabelece uma ligação entre o desempenho organizacional (neste caso, baseado em indicadores contabilísticos) e a remuneração total do CEO. Este resultado indica que as entidades cotadas na *Euronext Lisbon* reconhecem a existência do problema de agência (e.g., Jensen & Meckling, 1976; Baiman, 1990), originado pela relação CEO/Acionista (e.g., Ross, 1973; Jensen & Murphy, 1990; Hendry, 2002), e que recorrem ao contrato de agência (e.g., Tosi et al., 1997; Kuang & Moser, 2009; Wu et al., 2014) para mitigar os custos associados a esse problema (e.g., Jensen & Meckling, 1976; Tosi et al., 2000). Para o efeito, tais entidades utilizam indicadores contabilísticos (e.g., Burke & Litwin, 1992; Indjejikian & Nanda, 2002; Neely et al., 2005; Luft, 2009). Nesta circunstância, o Acionista seleciona o sistema de avaliação de desempenho que especifica os indicadores em que se vai basear a remuneração do CEO e a função que liga esses indicadores à remuneração (e.g., Lambert, 2001). Assim, quanto melhor ou pior o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos, maior ou menor a remuneração total do CEO. Esta

hipótese também confirma que as entidades analisadas cumprem a recomendação da CMVM sobre a dependência da remuneração do CEO do seu desempenho (Regulamento n.º 4/2013). O resultado desta hipótese de investigação vai ao encontro das conclusões dos estudos de Baber et al. (1998), Oreland (2007), Rocha et al. (2012) e Kateratorn (2013).

A Hipótese 4 indica que uma variação positiva ou negativa da criação de valor para o acionista é explicada, em parte, pelo desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos. Tal como o efeito do desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos no desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado, o efeito previsto por esta hipótese de investigação assenta na previsão de que o mercado absorve toda a informação disponível sobre uma dada empresa e reflete-a na sua avaliação sobre a mesma (e.g., Merchant, 2007), fazendo com que varie a criação de valor para o acionista. Este resultado soma-se aos resultados de estudos como os de Milunovich e Tsuei (1996), Uyemura et al. (1996) e Vijayakumar (2008). Globalmente, o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos assume uma posição de destaque nas entidades analisadas. Tanto a remuneração total do CEO como a criação de valor para o acionista dependem do comportamento dessa variável. Esta dependência, quando excessiva ou quando não partilhada com outro tipo de indicadores, como os de mercado, pode prejudicar a fixação da remuneração total do CEO e a perceção do acionista sobre o valor intrínseco das entidades. Este prejuízo resulta das distorções causadas pelas políticas contabilísticas adotadas, erro humano e fraude (e.g., Richard et al., 2009).

Quanto à variabilidade, os resultados indicam que mais de metade da variabilidade da remuneração total do CEO e da criação de valor para o acionista é explicada pelos seus preditores no modelo. Os preditores da remuneração total do CEO são o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos e indicadores de mercado e os preditores da criação de valor para o acionista são o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos e indicadores de mercado e a remuneração total do CEO. A variabilidade explicada da remuneração total do CEO, ligeiramente acima de 60%, reflete o equilíbrio entre monitorização e incentivos (e.g., Bloom e Milkovich, 1998), ou seja, o contrato de agência (e.g., Tosi et al., 1997) utiliza os incentivos suficientes para alinhar os interesses do agente com os interesses do principal, sem transferir demasiado risco e variabilidade remuneratória para o agente, refletindo um equilíbrio entre monitorização e incentivos (e.g., Tosi & Gomez-Mejia, 1989; Baiman, 1990). Já a variabilidade explicada pelos preditores do desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado, EPS básico, preço das ações e desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos, é de apenas 42%, ou seja, menos de metade. Este resultado sugere que sejam substituídos ou adicionados preditores do desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado.

## CONCLUSÃO

A presente investigação nasceu da pertinência de analisar, em Portugal, o comportamento da remuneração total do CEO face ao desempenho organizacional e a criação de valor para o acionista face ao desempenho organizacional e à remuneração total do CEO. Assim, o objetivo do estudo foi dividido em duas partes. A primeira analisou se o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia o desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado ( $H_1$ ) e se o desempenho organizacional, baseado em indicadores contabilísticos e indicadores de mercado, influencia a remuneração total do CEO ( $H_2$  e  $H_3$ ). A segunda analisou se o desempenho organizacional, baseado em indicadores contabilísticos e indicadores de mercado, e a remuneração total do CEO influenciam a criação de valor para o acionista ( $H_4$ ,  $H_5$  e  $H_6$ ). Este estudo recorreu às premissas da teoria da agência para construir o modelo de análise. Fizeram parte da amostra as sociedades admitidas à negociação no mercado regulamentado *Eurolist by Euronext Lisbon*. Os dados foram recolhidos dos Relatórios e Contas Anuais, que incluem as Demonstrações Financeiras Consolidadas, dos Relatórios sobre o Governo Societário e da página *web* da *Euronext Lisbon*. Os dados foram tratados com recurso ao método de AEE.

Foram confirmadas as hipóteses  $H_1$  (o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia o desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado),  $H_2$  (o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia a remuneração total do CEO) e  $H_4$  (o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos influencia a criação de valor para o acionista). A Hipótese 1 confirmou que a avaliação de uma empresa, pelo mercado, é condicionada pelos indicadores contabilísticos. A Hipótese 2 confirmou que o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos condiciona a remuneração total do CEO. A Hipótese 4 confirmou que o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos condiciona a criação de valor para o acionista.

Esta investigação contribui, em termos teóricos, para reforçar a explicação dos fatores que condicionam o comportamento do desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos, o comportamento da remuneração total do CEO e o comportamento da criação de valor para o acionista (e.g., Attaway, 2000; Zhou, 2000; Lilling, 2006; Merchant, 2007; Shaw & Zhang, 2010). Em particular, para as sociedades cotadas em Portugal, este estudo confirma que o desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado, a remuneração total do CEO e a criação de valor para o acionista dependem do comportamento do desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos. Estas relações já tinham sido verificadas na literatura (e.g., Murphy, 1998, 2001; Perry & Zenner, 2001; Orelan, 2007; Rocha et al., 2012; Kateratorn, 2013), mas os resultados deste estudo reforçam-nas porquanto foram provadas em mais um mercado de capitais (*Euronext Lisbon*) e num período diferente. Em termos práticos, para ajudar a esclarecer os *stakeholders* das empresas cotadas em Portugal, principalmente os acionistas, que são os seus proprietários. Confirmou-se que os conselhos de administração estabelecem uma ligação entre a remuneração total do CEO e o desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos, neste caso, o resultado líquido e o EBITDA. Também se confirmou que

a criação de valor para o acionista é tanto maior, quanto melhor for o desempenho do resultado líquido e do EBITDA. Os resultados deste estudo indicam que as empresas cotadas em Portugal cumprem, pelo menos no que respeita ao desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos selecionados, a recomendação da CMVM sobre a dependência da remuneração do CEO do desempenho.

As principais limitações deste estudo prendem-se com o tamanho da amostra, a forma de divulgação da remuneração do CEO e o sentido unidirecional das relações. O tamanho da amostra foi limitado pelo número de sociedades cotadas em Portugal. Apesar da amostra totalizar 184 observações e o valor ser aceitável, este número não é o ideal para realizar testes estatísticos com a técnica de AEE. Uma vez que se trata de empresas, e estas apresentam valores das variáveis observadas significativamente diferentes entre si, implica que haja um número elevado de *outliers* e, principalmente, aumenta a probabilidade da violação da distribuição normal dos dados. Esta violação impede a utilização de testes estatísticos mais robustos, como a ML. Uma amostra de tamanho superior permitiria ultrapassar esta dificuldade. A forma de divulgação da remuneração do CEO imposta pela CMVM também não favorece a recolha de dados. O facto de não ser disponibilizado um modelo padronizado para as sociedades publicarem a informação relativa às remunerações dos membros do órgão de administração da sociedade dificulta a sua recolha e prejudica a própria informação recolhida. Por último, o sentido unidirecional das relações, dado ser possível que algumas existam na direção oposta, podendo até ser recíprocas. Por exemplo, o efeito da variável criação de valor para o acionista na remuneração total do CEO pode ser superior ao efeito oposto especificado no modelo hipotético que não foi confirmado.

Relativamente a investigação futura, sugerem-se estudos metodologicamente similares, mas com alteração no número de variáveis (manifestas e latentes) e com diferentes amostras ou ainda a opção por investigação qualitativa. As variáveis manifestas explicadas pelo desempenho organizacional baseado em indicadores de mercado, EPS básico e preço das ações, poderiam ser aumentadas ou substituídas, tendo em conta os resultados negativos obtidos neste estudo. O número de variáveis manifestas explicadas pelo desempenho organizacional baseado em indicadores contabilísticos e indicadores de mercado poderia ser aumentado e conduzir, eventualmente, a resultados mais robustos do modelo, como defende Marôco (2014).

A realização de um novo estudo que considerasse outras variáveis latentes, nomeadamente o tamanho da empresa (medido pelo número de colaboradores, volume de negócios, ativo total líquido, etc.) para perceber se ou que parte (fixa ou variável) da remuneração do CEO ou da criação de valor para o acionista é condicionada pela dimensão de uma empresa. Seria igualmente pertinente a realização de um estudo que comparasse os resultados de duas amostras independentes. Neste caso, comparar a situação das sociedades cotadas em Portugal com a situação das sociedades cotadas noutro país da Europa, com características semelhantes, como a Espanha, a Itália ou a Grécia. Por último, uma alternativa metodológica diferente, nomeadamente a investigação qualitativa através de estudos de caso, poderia aprofundar o conhecimento sobre fenómenos e realidades concretas, particularizando empresas ou grupos de empresas cotadas, que podem escapar à generalização estatística.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abdel-Maksoud, A., Dugdale, D., & Luther, R. (2005). Non-financial performance measurement in manufacturing companies. *The British Accounting Review*, 37, 261-297. doi: 10.1016/j.bar.2005.03.003.
- Abowd, J., & Kaplan, D. (1999). Executive compensation: six questions that need answering. *Journal of Economic Perspectives*, 13(4), 145-168. doi: 10.3386/w7124.
- Agle, B., Nagarajan, N., Sonnenfeld, J., & Srinivasan, D. (2006). Does CEO charisma matter? An empirical analysis of the relationships among organizational performance, environmental uncertainty, and top management team perceptions of CEO charisma. *Academy of Management Journal*, 49(1), 161-174. doi: 10.5465/AMJ.2006.20785800.
- Akerlot, G. (1970). The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Allison, P. (2003). Missing data techniques for structural equation modeling. *Journal of Abnormal Psychology*, 112(4), 545-557. doi: 10.1037/0021-843X.112.4.545.
- Andrews, E., & Baker, P. (2009, março 14). A.I.G. planning huge bonuses after \$170 billion bailout. *The New York Times*. Consultado em <http://www.nytimes.com/2009/03/15/business/15AIG.html>
- Antão, P., & Bonfim, D. (2009). Decisões das empresas portuguesas sobre estrutura de capital. In Banco de Portugal, *Relatório de estabilidade financeira 2008*. (187-206). Lisboa, Portugal: Departamento de Estudos Económicos.
- Attaway, M. (2000). A study of the relationship between company performance and CEO compensation. *American Business Review*, 18(1), 77-85.
- Baber, W., Kang, S., & Kumar, K. (1998). Accounting earnings and executive compensation: the role of earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 25, 169-193. doi: 10.1016/S0165-4101(98)00021-4.
- Baiman, S. (1990). Agency research in managerial accounting: a second look. *Accounting, Organizations and Society*, 15(4), 341-371. doi: 10.1016/0361-3682(90)90023-N.
- Baiman, S., Fischer, P., & Rajan, M. (2001). Performance measurement and design in supply chains. *Management Science*, 47(1), 173-188. doi: 10.1287/mnsc.47.1.173.10673.
- Baiman, S., Netessine, S., & Saouma, R. (2010). Informativeness, incentive compensation, and the choice of inventory buffer. *The Accounting Review*, 85(6), 1839-1860. doi: 10.2308/accr.2010.85.6.1839.
- Baker, G., Gibbons, R., & Murphy, J. (1994). Subjective performance measures in optimal incentive contracts. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 1125-1156. doi: 10.3386/w4480.
- Balkin, D., Markman, G., & Gomez-Mejia, L. (2000). Is CEO in high-technology firms related to innovation. *Academy of Management Journal*, 43(6), 1118-1129.
- Banco de Portugal. (2012). *Relatório do conselho de administração: a economia portuguesa em 2011*. Lisboa, Portugal: Departamento de Estudos Económicos: 242 [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu\\_borrower/mou/2011-05-18-mou-portugal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/mou/2011-05-18-mou-portugal_en.pdf)

- Banco de Portugal. (2014). *Reunião extraordinária do Conselho de Administração do Banco de Portugal*. Consultado em [http://www.bes.pt/Deliberacoes\\_BdP/Anexo3\\_Deliberacao\\_3ago2014\\_medida\\_resolucao.pdf](http://www.bes.pt/Deliberacoes_BdP/Anexo3_Deliberacao_3ago2014_medida_resolucao.pdf)
- Banco de Portugal. (2015). *Relatório do Conselho de Administração: atividades e contas 2014*. Consultado em [http://www.bportugal.pt/pt-PT/PublicacoesIntervencoes/Banco/RelatConselhoAdministracao/Biblioteca%20de%20Tumbnails/Relat%C3%B3rio%20de%20Atividade%20e%20Contas%202014%20\(vers%C3%A3o%20integral\).pdf](http://www.bportugal.pt/pt-PT/PublicacoesIntervencoes/Banco/RelatConselhoAdministracao/Biblioteca%20de%20Tumbnails/Relat%C3%B3rio%20de%20Atividade%20e%20Contas%202014%20(vers%C3%A3o%20integral).pdf)
- Banerjee, B. (2010). *Financial policy and management accounting* (8<sup>th</sup> ed.). New Delhi: PHI Learning Private Limited.
- Banker, R., & Hwang, I. (2008). Importance of measures of past performance: empirical evidence on quality of e-service providers. *Contemporary Accounting Research*, 25(2), 307-337. doi: 10.1506/car.25.2.1.
- Banker, R., Darrough, M., Huang, R., & Plehn-Dujowich, J. (2013). The relation between CEO compensation and past performance. *The Accounting Review*, 88(1), 1-30. doi: 10.2308/accr-50274.
- Batty, J. (1982). *Management Accountancy*. London, UK: Macdonald and Evans Ltd.
- Baum, C., Sarver, L., & Strickland, T. (2004). EVA, MVA and CEO compensation: further evidence. *American Business Review*, 22(2), 82-87.
- Bebchuk, L., & Fried, J. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71-92. doi: 10.1111/j.1745-6622.2005.00056.x.
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Spamann, H. (2010). The wages of failure: executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008. *Harvard Law School Discussion Paper*, 657, 1-27.
- Bebchuk, L., Fried, J., & Walker, D. (2001). Executive compensation in America: optimal contracting or extraction of rents? *NBER Working Paper*, 8661, 1-92. doi: 10.3386/w8661.
- Becker, B., & White, B. (2008, outubro 6). Lehman managers portrayed as irresponsible. *The New York Times*. Consultado em [http://www.nytimes.com/2008/10/07/business/economy/07lehman.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2008/10/07/business/economy/07lehman.html?_r=0)
- Bengtsson, O., & Hand, J. (2011). CEO compensation in venture-backed firms. *Journal of Business Venturing*, 26, 391-411. doi: 10.1016/j.jbusvent.2009.11.001.
- Bentler, P. (1990). Comparative fit indexes in structural models. *Psychological Bulletin*, 107(2), 238-246. doi: 10.1037/0033-2909.107.2.238.
- Bentler, P., & Bonett, D. (1980). Significance tests and goodness of fit in the analysis of covariane structures. *Psychological Bulletin*, 88(3), 568-606. doi: 10.1037/0033-2909.88.3.588.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property* (10<sup>th</sup> ed.). New Brunswick, NJ: Transaction Publishers.
- Bloom, M., & Milkovich, G. (1998). Relationships among risk, incentive pay, and organizational performance. *Academy of Management Journal*, 41(3), 283-297. doi: 10.2307/256908.

- Bollen, K., & Stine, R. (1992). Bootstrapping goodness-of-fit measures in structural equation models. *Sociological Methods & Research*, 21(2), 205-229. doi: 10.1177/0049124192021002004.
- Boschen, J., Duru, A., Gordon, L., & Smith, K. (2003). Accounting and stock price performance in dynamic CEO compensation arrangements. *The Accounting Review*, 78(1), 143-168. doi: 10.2308/accr.2003.78.1.143.
- Brigham, E., & Ehrhardt, M. (2008). *Financial management: theory and practice* (12<sup>th</sup> ed.). Mason (OH): Thomson Learning, Inc.
- Broadbent, J., Dietrich, M., & Laughlin, R. (1996). The development of principal-agent, contracting and accountability relationships in the public sector: conceptual and cultural problems. *Critical Perspectives on Accounting*, 7, 259-284. doi:10.1006/cpac.1996.0033.
- Browne, M., & Cudeck, R. (1992). Alternative ways of assessing model fit. *Sociological Methods & Research*, 21(2), 230-258. doi: 10.1177/0049124192021002005.
- Bryant, F., & Satorra, A. (2012). Principles and practice of scaled difference chi-square testing. *Structural Equation Modeling: A Multidisciplinary Journal*, 19(3), 372-398. doi: 10.1080/10705511.2012.687671.
- Buck, T., Bruce, A., Main, B., & Udueni, H. (2003). Long term incentive plans, executive pay and UK company performance. *Journal of Management Studies*, 40(7), 1709-1727. doi: 10.1111/1467-6486.00397.
- Burke, W., & Litwin, G. (1992). A causal model of organizational performance and change. *Journal of Management*, 18(3), 523-545. doi: 10.1177/014920639201800306.
- Callan, S., & Thomas, J. (2010). Executive compensation, corporate social responsibility, and corporate financial performance: a multi-equation framework. *Corp. Soc. Responsib. Environ. Mgmt.* 18, 332-351. doi: 10.1002/csr.249.
- Carpenter, M., & Sanders, W. (2002). Top management team compensation: the missing link between CEO pay and firm performance? *Strategic Management Journal*, 23, 367-375. doi: 10.1002/smj.228.
- Carton, R., & Hofer, C. (2006). *Measuring organizational performance: metrics for entrepreneurship and strategic management research*. Northampton, MA: Edward Elgar Publishing, Inc.
- Cheng, S. (2004). R&D expenditures and CEO compensation. *The Accounting Review*, 79(2), 305-328. doi: 10.2308/accr.2004.79.2.305.
- Chenhall, R. (2012). Developing an organizational perspective to management accounting. *Journal of Management Accounting Research*, 24, 65-76. doi: 10.2308/jmar-10270.
- Chhaochharia, V., & Grinstein, Y. (2009). CEO compensation and board structure. *The Journal of Finance*, 64(1), 231-261. doi: 10.1111/j.1540-6261.2008.01433.x.
- Christensen, J., Kent, P., & Stewart, J. (2010). Corporate governance and company performance in Australia. *Australian Accounting Review*, 20(55), 372-386. doi: 10.1111/j.1835-2561.2010.00108.x.

- Christensen, P., Feltham, G., & Sabac, F. (2003). Dynamic incentives and responsibility accounting: a comment. *Journal of Accounting and Economics*, 35, 423-436. doi:10.1016/S0165-4101(03)00040-5.
- Chua, J., Chrisman, J., & Sharma, P. (2003). Succession and nonsuccession concerns of family firms and agency relationship with nonfamily managers. *Family Business Review*, 16(2), 89-108. doi: 10.1111/j.1741-6248.2003.00089.x.
- CMVM. (2010). *Relatório anual sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal 2010*. Consultado em [http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/governosocietadescotadas/Documents/RGS\\_2012.pdf](http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/governosocietadescotadas/Documents/RGS_2012.pdf)
- CMVM. (2011). *Relatório anual sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal 2011*. Consultado em [http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/governosocietadescotadas/Documents/Relat%C3%B3rio%20Anual%20Governo%20Societ%C3%A1rio%202012\\_vf.pdf](http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/governosocietadescotadas/Documents/Relat%C3%B3rio%20Anual%20Governo%20Societ%C3%A1rio%202012_vf.pdf)
- CMVM. (2012). *Relatório anual sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal 2012*. Consultado em [http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/governosocietadescotadas/Documents/Relat%C3%B3rio%20Anual%20Governo%20Societ%C3%A1rio%202012\\_GE SCOR2\\_Final.pdf](http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/governosocietadescotadas/Documents/Relat%C3%B3rio%20Anual%20Governo%20Societ%C3%A1rio%202012_GE SCOR2_Final.pdf)
- CMVM. (2013). *Relatório anual sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal 2013*. Consultado em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/governosocietadescotadas/Documents/Relat%C3%B3rio%20GS.pdf>
- CMVM. (s/d). *Guia do investidor*. Consultado em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/GuiaDoInvestidor/Pages/Guia-do-Investidor.aspx>
- Code of Federal Regulations (2015). 17 CFR 229.402 – (Item 402) Executive compensation. Edição de 4 de abril de 2015.
- Código das Sociedades Comerciais. Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro. Aprova o Código das Sociedades Comerciais. Diário da República – 1.ª Série, n.º 201, de 02.09.1986, p. 2293.
- Código do Trabalho. Lei n.º 7/2009, de 12 de fevereiro. Aprova a revisão do Código do Trabalho. Diário da República n.º 30/2009, Série I de 2009.02.12.
- Código dos Valores Mobiliários. Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro. Aprova o Código dos Valores Mobiliários. Diário da República – 1.ª Série A, n.º 265, de 13.11.1999, p. 7968.
- Cohen, J., & Holder-Webb, L. (2006). Rethinking the influence of agency theory in the accounting academy. *Issues in Accounting Education*, 21(1), 17-30. doi: 10.2308/iace.2006.21.1.17.
- Combs, J., Crook, T., & Shook, C. (2005). The dimensionality of organizational performance and its implications for strategic management research. *Research Methodology in Strategy and Management*, 2, 259-286.

- Cordeiro, J., & Veliyath, R. (2003). Beyond pay for performance: a panel study of the determinants of CEO compensation. *American Business Review*, 21(1), 56-66.
- Core, J., Guay, W., & Larcker, D. (2003). Executive equity compensation and incentives: a survey. *Economic Policy Review*, 9(1), 27-50. doi:10.1016/j.jfineco.2007.05.001.
- Core, J., Holthausen, R., & Larcker, D. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406. doi:10.1016/j.jfineco.2007.05.001.
- Corrections Corporation of America (2010). Investor presentation Q3. Acedido em 19 de outubro de 2015, em <https://www.google.pt/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0ahUKEwYjvYm3n5rKAhXKCBokHY6UBbUQFggiMAE&url=http%3A%2F%2Fphx.corporate-ir.net%2FExternal.File%3Fitem%3DUGFyZW50SUQ9NzA0NDR8Q2hpbGRJRD0tMXxUeXBIPtM%3D%26t%3D1&usg=AFQjCNEpsSRsxbU8ytXkAiToqxvWoRxRqQ&cad=rja>
- Costa, S. (2014). *Concentração bancária em Portugal: uma análise de performance do sector bancário*. (Dissertação de mestrado). Universidade de Coimbra. Coimbra: Portugal.
- Croci, E., Gonenc, H., & Ozkan, N. (2012). CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe. *Journal of Banking & Finance*, 36, 3318-3335. doi:10.1016/j.jfineco.2007.05.001.
- Daily, C., & Johnson, J. (1997). Sources of CEO power and firm financial performance: a longitudinal assessment. *Journal of Management*, 23(2), 97-117. doi: 10.1177/014920639702300201.
- Decreto-Lei n.º 394-B/84, de 26 de dezembro. Aprova o Código do Imposto sobre o Valor Acrescentado. Diário da República – 1.º Suplemento, Série I, de 26.12.1984.
- Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de julho. Aprova o Sistema de Normalização Contabilística. Diário da República – 1.ª série, n.º 133, de 13.07.2009, p. 4375.
- Devinney, T., Yip, G., & Johnson, G. (2010). Using frontier analysis to evaluate company performance. *British Journal of Management*, 21, 921-938. doi: 10.1111/j.1467-8551.2009.00650.x.
- Diretiva 93/22/CEE do Conselho, de 10 de maio de 1993, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários. Jornal Oficial n.º L 141, de 11.06.1993, p. 0027-0046.
- Doubleday, D., & Wagner, J. (2009). New era for boards and executive “pay for performance”. *The Corporate Board*, 30(178), 5-12.
- Drury, C. (1992). *Management and cost accounting* (3<sup>rd</sup> ed.). Hong Kong: Springer-Science+Business Media, B.V.
- Dutta, S., & Reichelstein, S. (2005). Stock price, earnings, and book value in managerial performance measures. *The Accounting Review*, 80(4), 1069-1100. doi: 10.2308/accr.2005.80.4.1069.
- Easterbrook, F. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.

- Efron, B., & Tibshirani, R. (1993). *An introduction to the bootstrap*. Boca Raton, FL: Chapman & Hall/CRC.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74. doi: 10.5465/AMR.1989.4279003.
- Ekanayake, S. (2004). Agency theory, national culture and management control systems. *The Journal of American Academy of Business*, 49-54.
- Emmanuel, C., Otley, D., & Merchant, K. (2004). *Accounting for management control* (2<sup>nd</sup> ed.). London: Thompson Learning.
- Enders, C. (2002). Applying the Bollen-Stine bootstrap for goodness-of-fit measures to structural equation models with missing data. *Multivariate Behavioral Research*, 37(3), 359-377. doi: 10.1207/S15327906MBR3703\_3.
- Euronext Lisbon, SA. (2013). *Relatório de gestão e demonstrações financeiras do exercício: contas individuais e contas consolidadas 2013*. Consultado em: <http://www.fep.up.pt/servicos/cdia/netbolsa/2014/4-abr14/Suplementos/pos201404082.pdf>
- Euronext Lisbon, SA. (2014). *Relatório de gestão e demonstrações financeiras do exercício de 2014: contas individuais e contas consolidadas*. Consultado em: <http://www.fep.up.pt/servicos/cdia/netbolsa/2015/4-abr15/Suplementos/pos201504154.pdf>
- Euronext. (2016). Ações portuguesas. Acedido a 11 de janeiro de 2016, em <http://www.bolsadelisboa.com.pt/cotacoes/accoes-lisboa>
- European Central Bank (2005). *Bank finance versus bond finance: what explains the differences between US and Europe?* Working paper series, 547 November 2005. Consultado em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp547.pdf?f9a7f66304128caad4c81e87341cb ae6>
- European Commission (2011a). *Memorandum of understanding on specific economic policy conditionality*. Consultado em [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu\\_borrower/mou/2011-05-18-mou-portugal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/mou/2011-05-18-mou-portugal_en.pdf)
- European Commission. (2011b). *The economic adjustment programme for Portugal*. Brussels, Belgium: Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- European Parliament. (2014). *The Troika and financial assistance in the euro area: successes and failures*. Brussels, Belgium: Economic Governance Support Unit.
- Fabozzi, F., & Grant, J. (2000). *Value-based metrics: foundations and practice*. New Hope (PA): Frank J. Fabozzi Associates.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fatemi, A., Desai, A., & Katz, J. (2003). Wealth creation and managerial pay: MVA and EVA as determinants of executive compensation. *Global Finance Journal*, 14, 159-179. doi: 10.1207/S15327906MBR3703\_3.

- Federal Register (2015). Pay ratio disclosure: final rule. Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 229, 240, and 249. Vol. 80, N.º 159.
- Feltham, G., & Xie, J. (1994). Performance measure congruity and diversity in multi-task principal/agent relations. *The Accounting Review*, 69(3), 429-453.
- Ferreira, D. C. L. (2013). *Relação entre a remuneração do conselho de administração, o desempenho financeiro das empresas e a responsabilidade social na península ibérica*. (Dissertação de mestrado). Instituto Politécnico de Leiria. Leiria: Portugal.
- Finkelstein, S., & Boyd, B. (1998). How much does the CEO matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, 41(2), 179-199. doi: 10.2307/257101.
- Finney, S., & DiStefano, C. (2006). Non-normal and categorical data in structural equation modeling. In Hancock, G., & Mueller, R., *Structural equation modeling: second course*. (269-314). US: Information Age Publishing.
- Fisher, J., Frederickson, J., & Pfeffer, S. (2002). The effect of information asymmetry on negotiated budgets: an empirical investigation. *Accounting, Organizations and Society*, 27, 27-43. doi:10.1016/S0361-3682(01)00046-0.
- Franco-Santos, M., Lucianetti, L., & Bourne, M. (2012). Contemporary performance measurement systems: a review of their consequences and a framework for research. *Management Accounting Research*, 23, 79-119. doi:10.1016/j.mar.2012.04.001.
- Frydman, C., & Jenter, D. (2010). CEO compensation. *NBER Working Paper*, 16585, 1-42. doi: 10.3386/w16585.
- Garg, A., Ghosh, D., Hudick, J., & Nowacki, C. (2003). Roles and practices in management. *Strategic Finance*, 30-35.
- Geletkanycz, M., Boyd, B., & Finkelstein, S. (2001). The strategic value of CEO external directorate networks: implications for CEO compensation. *Strategic Management Journal*, 22, 889-898. doi: 10.1002/smj.172.
- Gentry, R., & Shen, W. (2010). The relationship between accounting and market measures of firm financial performance: how strong is it? *Journal of Managerial Issues*, 22(4), 514-530.
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2011). Managerial compensation. *Journal of Corporate Finance*, 17, 1068-1077. doi:10.1016/j.jcorpfin.2011.06.002.
- Gold, M., & Bentler, P. (2000). Treatments of missing data: a Monte Carlo comparison of RBHDI, iterative stochastic regression imputation, and expectation-maximization. *Structural equation modeling*, 7(3), 319-355. doi: 10.1207/S15328007SEM0703\_1.
- Gomez-Mejia, L., & Palich, L. (1997). Cultural diversity and the performance of multinational firms. *Journal of International Business Studies*, 28(2), 309-335.
- Gong, J. (2011). Examining shareholder value creation over CEO tenure: a new approach to testing effectiveness of executive compensation. *Journal of Management Accounting Research*, 23, 1-28. doi: 10.2308/jmar-10105.
- Gong, M., & Tse, M. (2009). Pick, mix or match? A discussion of theories for management accounting research. *Journal of Accounting – Business & Management*, 16(2), 54-66.

- Grewal, R., Cote, J., & Baumgartner, H. (2004). Multicollinearity and measurement error in structural equation models: implications for theory testing. *Marketing Science*, 23(4), 519-529. doi: 10.1287/mksc.1040.0070.
- Hair, J., Ringle, C., & Sarstedt, M. (2011). PLS-SEM: indeed a silver bullet. *Journal of Marketing Theory and Practice*, 9(2), 139-151. doi: 10.2753/MTP1069-6679190202.
- Hamann, P., Schiemann, F., Bellora, L., & Guenther, T. (2013). Exploring the dimensions of organizational performance: a construct validity study. *Organizational Research Methods*, 16(1), 67-87. doi: 10.1177/1094428112470007.
- Harris, D., & Livingstone, J. (2002). Federal tax legislation as an implicit contracting cost benchmark: the definition of excessive executive compensation. *The Accounting Review*, 77(4), 997-1018. doi: 10.2308/accr.2002.77.4.997.
- Hawkins, D. (1980). *Identification of outliers*. London, England: Chapman & Hall in 1980.
- Hayes, R., & Schaefer, S. (2000). Implicit contracts and the explanatory power of top executive compensation for future performance. *Journal of Economics*, 31(2), 273-293.
- Heinle, M., Ross, N., & Saouma, R. (2014). A theory of participative budgeting. *The Accounting Review*, 89(3), 1025-1050. doi: 10.2308/accr-50686.
- Hendry, J. (2002). The principal's other problems: honest incompetence and the specification of objectives. *Academy of Management Review*, 27(1), 98-113. doi: 10.5465/AMR.2002.5922406.
- Hillman, A., & Keim, G. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line? *Strategic Management Journal*, 22, 125-139.
- Hooper, D., Cauglan, J., & Mullen, M. (2008). Structural equation modeling: guidelines for determining model fit. *The Electronic Journal of Business Research Methods*, 6(1), 53-60.
- Hope, O., & Thomas, W. (2008). Managerial empire building and firm disclosure. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 591-626. doi: 10.1111/j.1475-679X.2008.00289.x.
- Hoskisson, R., Johnson, R., & Moesel, D. (1994). Corporate divestiture intensity in restricting firms: effects of governance, strategy, and performance. *Academy of Management Journal*, 37(5), 1207-1251. doi: 10.2307/256671.
- Hoyle, J. (2015). *Advanced accounting* (12<sup>th</sup> ed.). Content Technologies, Inc.
- Hu, L., & Bentler, P. (1998). Fit indices in covariance structure modeling: sensitivity to underparameterized model misspecification. *Psychological Methods*, 3(4), 424-453. doi: 10.1037/1082-989X.3.4.424.
- Hulland, J. (1999). Use of partial least squares (PLS) in strategic management research: a review of four recent studies. *Strategic Management Journal*, 20, 195-204.
- Indjejikian, R. (1999). Performance evaluation and compensation research: an agency perspective. *Accounting Horizons*, 13(2), 147-157. doi: 10.2308/acch.1999.13.2.147.
- Indjejikian, R., & Nanda, D. (2002). Executive target bonuses and what they imply about performance standards. *The Accounting Review*, 77(4), 793-819. doi: 10.2308/accr.2002.77.4.793.

- Indjejikian, R., Matějka, M., Merchant, K., & Stede, W. (2014). Earnings targets and annual bonus incentives. *The Accounting Review*, 89(4), 1227-1258. doi: 10.2308/accr-50732.
- Institute of Management Accountants (2008). *Definition of management accounting*. Montvale (NJ): Institute of Management Accountants.
- International Monetary Fund. (2011). *Letter of intent, memorandum of economic and financial policies, and technical memorandum of understanding*. Consultado em <https://www.imf.org/external/np/loi/2011/prt/051711.pdf>
- Ittner, C., Larcker, D., & Randall, T. (2003). Performance implications of strategic performance measurement in financial services firms. *Accounting, Organizations and Society*, 28, 715-741. doi:10.1016/S0361-3682(03)00033-3.
- Jensen, M. (1983). Organization theory and methodology. *The Accounting Review*, 58(2), 319-339. doi: 10.2139/ssrn.94036.
- Jensen, M. (1984). Takeovers: folklore and science. *Harvard Business Review*, 1-31. doi: 10.2139/ssrn.350425.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. doi: 10.2139/ssrn.99580.
- Jensen, M. (1994). Self-interest, altruism, incentives, & agency theory. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2), 1-16. doi: 10.2139/ssrn.5566.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X.
- Jensen, M., & Murphy, K. (1990). Performance pay and top-management incentives. *The Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Jensen, M., & Smith, C. (1985). Stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory. *Theory of the Firm (Book)*, 1(1). doi: 10.2139/ssrn.173461.
- Johnson, S., Ryan, H., & Tian, Y. (2008). Managerial incentives and corporate fraud: the sources of incentives matter. *Review of Finance*, 13(1), 115-145. doi: 10.1093/rof/rfn014.
- Johnson, W., Young, S., & Welker, M. (1993). Managerial reputation and the informativeness of accounting and market measures of performance. *Contemporary Accounting Research*, 10(1), 305-332. doi: 10.1111/j.1911-3846.1993.tb00394.x.
- Jöreskog, K., & Sörbom, D. (1993). *LISREL® 8: structural equation modeling with the SIMPLIS command language*. Lincolnwood, IL: Scientific Software International, Inc.
- Jose, P. (2013). *Doing statistical mediation and moderation*. New York, NY: The Guilford Press.
- Joyce, W. (2001). Return and reward: bank performance and CEO compensation. *American Business Review*, 19(2), 93-99.
- Kaplan, R., & Atkinson, A. (1998). *Advanced Management Accounting* (3<sup>rd</sup> ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Kateratorn, J. (2013). Firm performance, agency conflict and factors affect top managements' compensation: evidence from Thailand. (Master thesis). Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University. Bangkok: Thailand.

- Kilfoyle, E., & Richardson, A. (2011). Agency and structure in budgeting: thesis, antithesis and synthesis. *Critical Perspectives on Accounting*, 22, 183-199. doi:10.1016/j.cpa.2010.06.013.
- Kim, J., & Mahoney, J. (2005). Property rights theory, transaction costs theory, and agency theory: an organizational economics approach to strategic management. *Managerial and Decision Economics*, 26, 223-242. doi: 10.1002/mde.1218.
- Kohavi, R. (1995). A study of cross-validation and bootstrap for accuracy estimation and model selection. In *IJCAI'95 Proceedings of the 14<sup>th</sup> international joint conference on artificial intelligence – volume 2*. (1137-1143). San Francisco, CA: Morgan Kaufmann Publishers Inc.
- Kuang, X., & Moser, D. (2009). Reciprocity and the effectiveness of optimal agency contracts. *The Accounting Review*, 84(5), 1671-1694. doi: 10.2308/accr.2009.84.5.1671.
- Kunz, A., & Pfaff, D. (2002). Agency theory, performance evaluation, and the hypothetical construct of intrinsic motivation. *Accounting, Organizations and Society*, 27, 275-295. doi: doi:10.1016/S0361-3682(01)00031-9.
- Lambert, R. (2001). Contracting theory and accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 3-87. doi: doi:10.1016/S0165-4101(01)00037-4.
- Lambert, R. (2007). Agency theory and management accounting research. In *Handbook of management accounting research*. (1<sup>st</sup> ed.) (561). Oxford: Elsevier Ltd.
- Lambert, R., & Larcker, D. (1987). An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts. *Journal of Accounting Research*, 25, 85-125.
- Lei n.º 28/2009, de 19 de junho. Revê o regime sancionatório no setor financeiro em matéria criminal e contraordenacional. Diário da República n.º 117/2009, Série I, de 2009-06-19.
- Levinthal, D. (1984). A survey of agency models of organizations. *Institute for Mathematical Studies in the Social Sciences*, technical report 443, 1-91. doi: 10.1016/0167-2681(88)90071-6.
- Liessem, T., Schedlinsky, I., Schwering, A., & Sommer, F. (2015). Budgetary slack under budget-based incentive schemes: the behavioral impact of social preferences, organizational justice, and moral disengagement. *Journal of Management Control*, 26, 81-94. doi: 10.1007/s00187-015-0206-1.
- Lilling, M. (2006). The link between CEO compensation and firm performance: does simultaneity matter? *Atlantic Economic Journal*, 34, 101-114. doi: 10.1007/s11293-006-6132-8.
- Luft, J. (2009). Nonfinancial information and accounting: a reconsideration of benefits and challenges. *Accounting Horizons*, 23(3), 307-325. doi: 10.2308/acch.2009.23.3.307.
- Luft, J., & Shields, M. (2003). Mapping management accounting: graphics and guidelines for theory-consistent empirical research. *Accounting, Organizations and Society*, 28, 169-249. doi:10.1016/S0361-3682(02)00026-0.
- Macintosh, N. & Quattrone, P. (2010). *Management accounting and control systems: an organizational and sociological approach* (2<sup>nd</sup> ed.). Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
- Marôco, J. (2014). *Análise de equações estruturais: fundamentos teóricos, software & aplicações* (2.<sup>a</sup> ed.). Pêro Pinheiro, Portugal: ReportNumber, Lda.

- Marquardt, D. (1970). Generalized inverses, ridge regression, biased linear estimation, and nonlinear estimation. *Technometrics*, 12(3), 591-612. doi: 10.1080/00401706.1970.10488699.
- Masulis, R., Wang, C., & Xie, F. (2012). Globalizing the boardroom: the effects of foreign directors on corporate governance and firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, 53, 527-554. doi:10.1016/j.jacceco.2011.12.003.
- Matolcsy, Z., & Wright, A. (2011). CEO compensation structure and firm performance. *Accounting and Finance*, 51, 745-763. doi: 10.1111/j.1467-629X.2010.00363.x.
- Mellahi, K., & Collings, D. (2010). The barriers to effective global talent management: the example of corporate élites in MNEs. *Journal of World Business*, 45(2), 143-149. doi:10.1016/j.jwb.2009.09.018.
- Merchant, K. (2007). Evaluating general managers' performances. *Strategic Finance*, 12-61.
- Milbourn, T. (2003). CEO reputation and stock-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 233-262. doi:10.1016/S0304-405X(03)00066-7.
- Miller, J., Wiseman, R., & Gomez-Mejia, L. (2002). The fit between CEO compensation design and firm risk. *Academy of Management Journal*, 45(4), 745-756. doi: 10.2307/3069308.
- Milunovich, S., & Tsuei, A. (1996). EVA<sup>®</sup> in the computer industry. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(1), 104-115. doi: 10.1111/j.1745-6622.1996.tb00108.x.
- Moreira, R. J. M. (2011). *Compensação de executivos – stock options: o caso particular da compensação dos altos executivos*. (Dissertação de mestrado). Instituto Politécnico do Porto. Porto: Portugal.
- Mueller, R., & Hancock, G. (2008). Best practices in structural equation modeling. In Osborne, J. *Best practices in quantitative methods* (488-510). Thousand Oaks, CA: Sage Publications, Inc.
- Murphy, G., Trailer, J., & Hill, R. (1996). Measuring performance in entrepreneurship research. *Journal of Business Research*, 36, 15-23. doi:10.1016/0148-2963(95)00159-X.
- Murphy, K. (1998). Executive compensation. *Handbook of Labor Economics*, 3(2), 2485-2563. doi:10.1016/S1573-4463(99)30024-9.
- Murphy, K. (2001). Performance standards in incentive contracts. *Journal of Accounting and Economics*, 30, 245-278. doi:10.1016/S0165-4101(01)00013-1.
- Nagar, V., Nanda, D., & Wysocki, P. (2003). Discretionary disclosure and stock-based incentives. *Journal of Accounting and Economics*, 34, 283-309. doi:10.1016/S0165-4101(02)00075-7.
- Nair, R., Rittenberg, L., & Weygandt, J. (1990). Accounting for redeemable preferred stock: unresolved issues. *Accounting Horizons*, 4(2), 33-41.
- NASDAQ. (2015, outubro 9). *AIG historical quote*. Consultado em <http://www.nasdaq.com/symbol/aig/historical>
- Neely, A., Gregory, M., & Platts, K. (2005). Performance measurement system design: a literature review and research agenda. *International Journal of Operations & Production Management*, 25(12), 1228-1263. doi: 10.1108/01443579510083622.
- Nilakant, V., & Rao, H. (1994). Agency theory and uncertainty in organizations: an evaluation. *Organization Studies*, 15(5), 649-672. doi: 10.1177/017084069401500501.

- Nitzl, C. (2014). Partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM) in management accounting research: critical analysis, advances, and future directions. *AAA 2015 Management Accounting Section Meeting*. doi: 10.2139/ssrn.2469802.
- Nyberg, A., Fulmer, I., Gerhart, B., & Carpenter, M. (2010). Agency theory revisited: CEO return and shareholder interest alignment. *Academy of Management Journal*, 53(5), 1029-1049. doi: 10.5465/AMJ.2010.54533188.
- O'Brien, R. (2007). A caution regarding rules of thumb for variance inflation factors. *Quality & Quantity*, 41, 673-690. doi: 10.1007/s11135-006-9018-6.
- Olinsky, A., Chen, S., & Harlow, L. (2003). The comparative efficacy of imputation methods for missing data in structural equation modeling. *European Journal of Operational Research*, 151, 53-79. doi:10.1016/S0377-2217(02)00578-7.
- Oreland, C. (2007). CEO cash compensation and ownership structure: the effect of family control on the pay-performance relationship. Acedido em: <http://www.snee.org/filer/papers/398.pdf>
- Ory, D., & Mokhtarian, P. (2010). The impact of non-normality, sample size and estimation technique on goodness-of-fit measures in structural equation modeling: evidence from ten empirical models of travel behavior. *Qual Quant*, 44, 427-445. doi: 10.1007/s11135-008-9215-6.
- Overbeek, H. (2012). Sovereign debt crisis in Euroland: root causes and implications for European integration. *The International Spectator*, 47(1), 30-48. doi: 10.1080/03932729.2012.655006.
- Ozkan, N. (2007). Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management*, 17, 349-364. doi:10.1016/j.mulfin.2006.08.002.
- Paul, J. (1992). On the efficiency of stock-based compensation. *The Review of Financial Studies*, 5(3), 471-502. doi: 10.1093/rfs/5.3.471.
- Perry, T., & Zenner, M. (2001). Pay for performance? Government regulation and structure of compensation contracts. *Journal of Financial Economics*, 62, 453-488. doi: 10.1016/S0304-405X(01)00083-6.
- Pisani-Ferry, J., Sapir, A., & Wolff, G. (2013). *EU-IMF assistance to euro-area countries: an early assessment*. Bruegel Blueprint Series. Brussels, Belgium: Stephen Gardner.
- Pleven, L. (2009, março 15). AIG to pay \$450 million in bonuses. *The Wall Street Journal*. Consultado em <http://www.wsj.com/articles/SB123707854113331281>
- Portaria n.º 556/2005, de 27 de junho. *Aprova a lista de mercados regulamentados*. Diário da República, 1.ª Série B, n.º 121, de 27-06-2005, pág. 3996.
- Rao, M. (2003). *Management accounting*. New Delhi: New Age International (P) Ltd., Publishers.
- Regulamento (CE) n.º 1126/2008, da Comissão, de 3 de novembro de 2008. Jornal Oficial da União Europeia, L 320, 29 de novembro de 2008, p. 1-481.
- Regulamento (CE) n.º 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de julho de 2002. Jornal Oficial das Comunidades Europeias, L 243, 11 de setembro de 2002, p. 0001-0004.
- Regulamento da CMVM n.º 1/2010, de 1 de fevereiro. Governo das sociedades cotadas. Diário da República n.º 21/2010, Série II de 2010-02-01.

- Regulamento da CMVM n.º 4/2013, de 1 de agosto. Governo das sociedades. Diário da República n.º 147/2013, Série II de 2013-08-01.
- Riahi-Belkaoui, A. (1992). Executive compensation, organizational effectiveness, social performance and firm performance: an empirical investigation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 19(1), 25-38. doi: 10.1111/j.1468-5957.1992.tb00608.x.
- Richard, P., Devinney, T., Yip, G., & Johnson, G. (2009). Measuring organizational performance: towards methodological best practice. *Journal of Management*, 35(3), 718-804. doi: 10.1177/0149206308330560.
- Rocha, V., Queiroz, G., & Gallon, A. (2012, outubro). EBITDA e a remuneração de agentes da governança corporativa. *Comunicação apresentada no XV SemeAd*. ISSN 2177-3866.
- Rodrigues, S. F. (2014). *A remuneração dos gestores no corporate governance: estudo comparativo da realidade portuguesa com o projeto suíço de limitação legal das remunerações dos CEO*. (Dissertação de mestrado). Instituto Politécnico de Viseu. Viseu: Portugal.
- Roslender, R. (2004). *Sociological perspectives on modern accountancy*. London: Routledge.
- Ross, S. (1973). The economic theory of agency: the principal's problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.
- Rowe, W., & Morrow, J. (1999). A note on the dimensionality of the firm financial performance construct using accounting, market, and subjective measures. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 16(1), 58-70. doi: 10.1111/j.1936-4490.1999.tb00188.x.
- Said, A., HassabElnaby, H., & Wier, B. (2003). An empirical investigation of the performance consequences of nonfinancial measures. *Journal of Management Accounting Research*, 15, 193-223. doi: 10.2308/jmar.2003.15.1.193.
- Schermelleh-Engel, K., Moosbrugger, H., & Müller, H. (2003). Evaluating the fit of structural equation models: tests of significance and descriptive goodness-of-fit measures. *Methods of Psychological Research Online*, 8(2), 23-74.
- Schreiber, J., Nora, A., Stage, F., Barlow, E., & King, J. (2006). Reporting structural equation modeling and confirmatory factor analysis results: a review. *The Journal of Educational Research*, 99(6), 323-337. doi: 10.3200/JOER.99.6.323-338.
- Schumacker, R., & Lomax, R. (2004). *A beginner's guide to structural equation modeling* (2<sup>nd</sup> ed.). Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum Associates, Inc., Publishers.
- SEC. (2014). Form 10-K. Acedido a 11 de janeiro de 2016, em <https://www.sec.gov/about/forms/form10-k.pdf>
- SEC. (2016). National securities exchanges. Acedido a 11 de janeiro de 2016, em <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrexchanges.shtml>
- Seetharaman, A., & Raj, J. (2011). An empirical study on the impact of earnings per share on stock prices of a listed bank in Malaysia. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 5(2), 114-126. doi: 10.3923/ijaef.2011.114.126.
- Shapiro, S. (2005). Agency theory. *Annual Review of Sociology*, 31, 263-284. doi: 10.1146/annurev.soc.31.041304.122159.

- Shaw, K., & Zhang, M. (2010). Is CEO cash compensation punished for poor firm performance? *The Accounting Review*, 85(3), 1065-1093. doi: 10.2308/accr.2010.85.3.1065.
- Sheikholeslami, M. (2001). EVA, MVA, and CEO compensation. *American Business Review*, 19(1), 13-17.
- Sieger, P., Zellweger, T., & Aquino, K. (2013). Turning agents into psychological principals: aligning interests of non-owners through psychological ownership. *Journal of Management Studies*, 50(3), 361-388. doi: 10.1111/joms.12017.
- Simon, H. (1991). Bounded rationality and organizational learning. *Organization Science*, 2(1), 125-134. doi: 10.1287/orsc.2.1.125.
- Singh, P., & Agarwal, N. (2002). Union presence and executive compensation: an exploratory study. *Journal of Labor Research*, 23(4), 631-646. doi: 10.1007/s12122-002-1032-4.
- Sloof, R., & Praag, C. (2008). Performance measurement, expectancy and agency theory: an experimental study. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 67, 794-809. doi: doi:10.1016/j.jebo.2007.09.003.
- Stevens, D., & Thevaranjan, A. (2010). A moral solution to the moral hazard problem. *Accounting, Organizations and Society*, 35, 125-139. doi:10.1016/j.aos.2009.01.008.
- Subramaniam, N. (2006). Agency theory and accounting research: an overview of some conceptual and empirical issues. In Hoque, Z. *Methodological issues in accounting research: theories and methods*. (536). London: Spiramus Press, Ltd.
- The Economist. (2007, outubro 18). Paint it black: the stockmarket crash of 1987 has lessons for today's markets. *The Economist*. Consultado em <http://www.economist.com/node/9993586/print>
- The Economist. (2009a, março 17). Sound and fury over AIG. *The Economist*. Consultado em <http://www.economist.com/node/13312913/print>
- The Economist. (2009b, março 20). Guru: Herbert Simon. *The Economist*. Consultado em <http://www.economist.com/node/13350892/print>
- The Financial Crisis Inquiry Commission. (2011). *The financial crisis inquiry report* (official government edition). Washington DC: EUA.
- Tosi, H., & Gomez-Mejia, L. (1989). The decoupling of CEO pay and performance: an agency theory perspective. *Administrative Science Quarterly*, 34, 169-189. doi: 10.2307/2989894.
- Tosi, H., Katz, J., & Gomez-Mejia, L. (1997). Disaggregating the agency contract: the effects of monitoring, incentive alignment, and term in office on agent decision making. *Academy of Management Journal*, 40(3), 584-602. doi: 10.2307/257054.
- Tosi, H., Misangyi, V., Fanelli, A., Waldman, D., & Yammarino, F. (2004). CEO charisma, compensation, and firm performance. *The Leadership Quarterly*, 15, 405-420. doi:10.1016/j.leaqua.2004.02.010.
- Tosi, H., Werner, S., Katz, J., & Gomez-Mejia, L. (2000). How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of Management*, 26(2), 301-339. doi: 10.1177/014920630002600207.

- Traub, D. (2010, maio 11). Corrections Corp. shows crime pays with private jails. *Bloomberg*. Consultado em <http://www.bloomberg.com/news/articles/20100511/correctionscorpshowscrimedoespayasstatesturntoprivateprisons>
- Tsao, S., Lin, C., & Chen, V. (2015). Family ownership as a moderator between R&D investments and CEO compensation. *Journal of Business Research*, 68, 599-606. doi:10.1016/j.jbusres.2014.09.001.
- Tucker, L., & Lewis, C. (1973). A reliability coefficient for maximum likelihood factor analysis. *Psychometrika*, 38(1), 1-10. doi: 10.1007/BF02291170.
- US House of Representatives: House Oversight and Government Reform Committee. (2008, outubro 6). *Financial market regulation and practices, panel 2*. [Emissão de televisão]. Washington DC, EUA: C-SPAN.
- Uyemura, D., Kantor, C., & Pettit, J. (1996). EVA<sup>®</sup> for banques: value creation, risk management, and profitability measurement. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(2), 94-113. doi: 10.1111/j.1745-6622.1996.tb00118.x.
- Veen-Dirks, P. (2010). Different uses of performance measures: the evaluation versus reward of production managers. *Accounting Organization and Society*, 35, 141-164. doi: 10.1016/j.aos.2009.02.002.
- Veprauskaitė, E., & Adams, M. (2013). Do powerful chief executives influence the financial performance of UK firms? *The British Accounting Review*, 45, 229-241. doi: 10.1016/j.bar.2013.06.004.
- Verstegen, B. (2001). Nine ways for a decision maker to use theoretical notions, with special reference to teaching agency theory for management accounting. *Journal of Accounting Education*, 19, 119-127. doi:10.1016/S0748-5751(01)00012-4.
- Vijayakumar, A. (2008). Linkage between market value added (MVA) and other financial variables: an analysis in Indian automobile industry. *Management and Labour Studies*, 33(4), 504-521. doi: 10.1177/0258042X0803300405.
- Waldman, D., Javidan, M., & Varella, P. (2004). Charismatic leadership at the strategic level: a new application of upper echelons theory. *The Leadership Quarterly*, 15, 355-380. doi: 10.1016/j.leaqua.2004.02.013.
- Webb, R. (2002). The impact of reputation and variance investigations on the creation of budget slack. *Accounting, Organizations and Society*, 27, 361-378. doi: 10.1016/S0361-3682(01)00034-4.
- Wickramasinghe, D., & Alawattage, C. (2007). *Management accounting change: approaches and perspectives*. New York: Routledge.
- Wiseman, R., & Gomez-Mejia, L. (1998). A behavioral agency model of managerial risk taking. *Academy of management review*, 23(1), 133-153. doi: 10.5465/AMR.1998.192967.
- Wong-On-Wing, B., Guo, L., Li, W., & Yang, D. (2007). Reducing conflict in balanced scorecard evaluations. *Accounting Organizations and Society*, 32, 363-377. doi: 10.1016/j.aos.2006.05.001.

- Wright, P., Mukherji, A., & Kroll, M. (2001). A reexamination of agency theory assumptions: extensions and extrapolations. *Journal of Socio-Economics*, 30, 413-429. doi: 10.1016/S1053-5357(01)00102-0.
- Wu, X., Zhao, R., & Tang, W. (2014). Optimal contracts for the agency problem with multiple uncertain information. *Knowledge-Based Systems*, 59, 161-172. doi: 10.1016/j.knosys.2014.01.009.
- Yung, Y., & Bentler, P. (1996). Bootstrapping techniques in analysis of mean and covariance structures. In Marcoulides, G., & Schumacker, R., *Advanced structural equation modeling: issues and techniques* (195-226). Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum Associates, Inc. Publishers.
- Zajac, E., & Westphal, J. (1994). The costs and benefits of managerial incentives and monitoring in large US corporations: when is more not better? *Strategic Management Journal*, 15, 121-142. doi: 10.1002/smj.4250150909.
- Zhou, X. (2000). CEO pay, firm size, and corporate performance: evidence from Canada. *The Canadian Journal of Economics*, 33(1), 213-251. doi: 10.1111/0008-4085.00013.

## ANEXO I

### Informação Pormenorizada dos CEO por Entidade

#	2010	2011	2012	2013	2014
1	(a) Paulo Jorge dos Santos Fernandes	Paulo Jorge dos Santos Fernandes	Paulo Jorge dos Santos Fernandes	Paulo Jorge dos Santos Fernandes	Paulo Jorge dos Santos Fernandes
	(b) Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração
	(c) Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas
	(d) Relatório do Conselho de Administração - Contas Consolidadas 31 de dezembro de 2010	Relatório do Conselho de Administração - 31 de dezembro de 2011	Relatório do Conselho de Administração - 31 de dezembro de 2012	Relatório do Conselho de Administração - 31 de dezembro de 2013	Relatório e Contas - 31 de dezembro de 2014
	(e) <a href="https://vv5vuo.s.cld.pt">https://vv5vuo.s.cld.pt</a>	<a href="https://l1qgcb.s.cld.pt">https://l1qgcb.s.cld.pt</a>	<a href="https://pggmnr.s.cld.pt">https://pggmnr.s.cld.pt</a>	<a href="https://ednxq3.s.cld.pt">https://ednxq3.s.cld.pt</a>	<a href="https://cowgrt.s.cld.pt">https://cowgrt.s.cld.pt</a>
2	(a) Carlos Jorge Ramalho dos Santos Ferreira	Carlos Jorge Ramalho dos Santos Ferreira	Carlos Jorge Ramalho dos Santos Ferreira (até 28/02/2012); Nuno Manuel da Silva Amado	Nuno Manuel da Silva Amado	Nuno Manuel da Silva Amado
	(b) Presidente do Conselho de Administração Executivo	Presidente do Conselho de Administração Executivo	Presidente do Conselho de Administração Executivo; Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva
	(c) Remunerações fixas (da entidade e participadas)	Remunerações fixas (da entidade e participadas)	Remunerações fixas (da entidade e participadas)	Remunerações fixas (da entidade e participadas) e variáveis (inclui complemento de reforma)	Remunerações fixas (da entidade e participadas)
	(d) Relatório e Contas 2010 - Volume II	Relatório e Contas 2011 - Volume II	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://k69mpx.s.cld.pt">https://k69mpx.s.cld.pt</a>	<a href="https://qkziwg.s.cld.pt">https://qkziwg.s.cld.pt</a>	<a href="https://u9tr96.s.cld.pt">https://u9tr96.s.cld.pt</a>	<a href="https://0krvep.s.cld.pt">https://0krvep.s.cld.pt</a>	<a href="https://yrbwxe.s.cld.pt">https://yrbwxe.s.cld.pt</a>
3	(a) Ricardo Espírito Santo Silva Salgado	Ricardo Espírito Santo Silva Salgado	Ricardo Espírito Santo Silva Salgado	Ricardo Espírito Santo Silva Salgado	Ricardo Espírito Santo Silva Salgado
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva
	(c) Remunerações fixas (da entidade e participadas) e remunerações variáveis (da entidade) imediatas, diferidas e de longo prazo (inclui numerário diferido, ações diferidas e opções diferidas a pagar em 2012, 2013 e 2014)	Remunerações fixas e variáveis	Remunerações fixas (da entidade e participadas) e remunerações variáveis de médio prazo (inclui opções sobre ações a exercer no final de janeiro de 2016)	Remunerações fixas (da entidade e participadas)	Informação não divulgada
	(d) Relatório e Contas 2010	Relatório e Contas 2011	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	
	(e) <a href="https://r3qjmp.s.cld.pt">https://r3qjmp.s.cld.pt</a>	<a href="https://f9zwxo.s.cld.pt">https://f9zwxo.s.cld.pt</a>	<a href="https://4lg9we.s.cld.pt">https://4lg9we.s.cld.pt</a>	<a href="https://y1mq79.s.cld.pt">https://y1mq79.s.cld.pt</a>	<a href="https://6gr5jb.s.cld.pt">https://6gr5jb.s.cld.pt</a>
4	(a) Fernando Ulrich	Fernando Ulrich	Fernando Ulrich	Fernando Ulrich	Fernando Ulrich
	(b) Presidente da Comissão Executiva do Conselho de Administração	Presidente da Comissão Executiva do Conselho de Administração	Presidente da Comissão Executiva do Conselho de Administração	Presidente da Comissão Executiva do Conselho de Administração	Presidente da Comissão Executiva do Conselho de Administração
	(c) Remunerações fixas e variáveis (inclui complemento de reforma do banco)	Remunerações fixas e variáveis (inclui parte diferida e complemento de reforma do banco)	Remunerações fixas (inclui diuturnidades e quota parte da remuneração paga em 2014 respeitante a 2013) e variáveis (inclui prémio de antiguidade; não inclui complemento de reforma, já que o montante deixou de ser divulgado de forma individualizada)	Remunerações fixas (inclui diuturnidades; não inclui complemento de reforma, já que o montante deixou de ser divulgado de forma individualizada)	Remunerações fixas (inclui diuturnidades; não inclui complemento de reforma, já que o montante deixou de ser divulgado de forma individualizada)
	(d) Relatório e Contas 2010	Relatório e Contas 2011	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://37du4i.s.cld.pt">https://37du4i.s.cld.pt</a>	<a href="https://9ym596.s.cld.pt">https://9ym596.s.cld.pt</a>	<a href="https://tne885.s.cld.pt">https://tne885.s.cld.pt</a>	<a href="https://6w1k0o.s.cld.pt">https://6w1k0o.s.cld.pt</a>	<a href="https://4yael7.s.cld.pt">https://4yael7.s.cld.pt</a>
5	(a) Joaquim Filipe Marques dos Santos	Joaquim Filipe Marques dos Santos	Joaquim Filipe Marques dos Santos (até 23/03/2012); Jorge Humberto Correia Tomé	Jorge Humberto Correia Tomé	Jorge Humberto Correia Tomé
	(b) Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração; Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva
	(c) Remunerações fixas e variáveis (pagas pelas participadas; inclui senhas de presença)	Remunerações fixas e variáveis (pagas pelas participadas; inclui senhas de presença)	Remunerações fixas e variáveis (pagas pela entidade e participadas; inclui senhas de presença)	Remunerações fixas (inclui senhas de presença)	Remunerações fixas (inclui senhas de presença)
	(d) Relatório e Contas 2010	Relatório e Contas 2011	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://6xja5i.s.cld.pt">https://6xja5i.s.cld.pt</a>	<a href="https://py3rvn.s.cld.pt">https://py3rvn.s.cld.pt</a>	<a href="https://rs2w49.s.cld.pt">https://rs2w49.s.cld.pt</a>	<a href="https://ejkw00.s.cld.pt">https://ejkw00.s.cld.pt</a>	<a href="https://2kajo1.s.cld.pt">https://2kajo1.s.cld.pt</a>

#	2010	2011	2012	2013	2014
6	(a) Ricardo Manuel Simões Bayão Horta (até 29/04/2010); Francisco José Queiroz de Barros de Lacerda	Francisco José Queiroz de Barros de Lacerda	Francisco José Queiroz de Barros de Lacerda (até 16/07/2012); Ricardo Fonseca de Mendonça Lima	Ricardo Fonseca de Mendonça Lima	Ricardo Fonseca de Mendonça Lima
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva
	(c) Remunerações fixas (inclui PPR e ajudas de custo; não inclui compensação financeira por cessação antecipada de mandato)	Remunerações fixas (inclui PPR e ajudas de custo) e variáveis (inclui prémio de desempenho imediato e diferido)	Remunerações fixas (inclui PPR e ajudas de custo; não inclui compensação financeira por cessação antecipada de mandato) e variáveis (inclui prémio de desempenho imediato e diferido; não inclui liquidação de opções)	Remunerações fixas	Remunerações fixas
	(d) Relatório e Contas 2010	Relatório e Contas 2011	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://ydaak2.s.cld.pt">https://ydaak2.s.cld.pt</a>	<a href="https://pz4qoh.s.cld.pt">https://pz4qoh.s.cld.pt</a>	<a href="https://v5dte8.s.cld.pt">https://v5dte8.s.cld.pt</a>	<a href="https://7ojr37.s.cld.pt">https://7ojr37.s.cld.pt</a>	<a href="https://gynmx9.s.cld.pt">https://gynmx9.s.cld.pt</a>
7	(a) Paulo Jorge dos Santos Fernandes	Paulo Jorge dos Santos Fernandes	Paulo Jorge dos Santos Fernandes	Paulo Jorge dos Santos Fernandes	Paulo Jorge dos Santos Fernandes
	(b) Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração
	(c) Remunerações fixas (pagas pelas participadas)	Remunerações fixas (pagas pelas participadas)	Remunerações fixas (pagas pelas participadas)	Remunerações fixas (pagas pelas participadas)	Remunerações fixas (pagas pelas participadas)
	(d) Relatório do Conselho de Administração - Contas Consolidadas 31 de dezembro de 2010	Relatório do Conselho de Administração - 31 de dezembro de 2011	Relatório do Conselho de Administração - 31 de dezembro de 2012	Relatório do Conselho de Administração - 31 de dezembro de 2013	Relatório e Contas - 31 de dezembro de 2014
	(e) <a href="https://pka6ue.s.cld.pt">https://pka6ue.s.cld.pt</a>	<a href="https://e71d51.s.cld.pt">https://e71d51.s.cld.pt</a>	<a href="https://txitvt.s.cld.pt">https://txitvt.s.cld.pt</a>	<a href="https://y0e6zc.s.cld.pt">https://y0e6zc.s.cld.pt</a>	<a href="https://kfk28b.s.cld.pt">https://kfk28b.s.cld.pt</a>
8	(a) Armindo Lourenço Monteiro	Armindo Lourenço Monteiro	Armindo Lourenço Monteiro	Armindo Lourenço Monteiro	Armindo Lourenço Monteiro
	(b) Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração
	(c) Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas/Suspendeu a remuneração	Suspendeu a remuneração	Suspendeu a remuneração/Remunerações fixas
	(d) Relatório Anual 2010	Relatório Anual 2011	Relatório Anual 2012	Relatório Anual 2013	Relatório Anual 2014
	(e) <a href="https://6ome9i.s.cld.pt">https://6ome9i.s.cld.pt</a>	<a href="https://462hlx.s.cld.pt">https://462hlx.s.cld.pt</a>	<a href="https://0mc876.s.cld.pt">https://0mc876.s.cld.pt</a>	<a href="https://ntgtfu.s.cld.pt">https://ntgtfu.s.cld.pt</a>	<a href="https://q4onc0.s.cld.pt">https://q4onc0.s.cld.pt</a>
9	(a) António Rios de Amorim	António Rios de Amorim	António Rios de Amorim	António Rios de Amorim	António Rios de Amorim
	(b) Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração
	(c) Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas e variáveis (prémio de desempenho)	Remunerações fixas e variáveis (prémio de desempenho)	Remunerações fixas e variáveis (prémio de desempenho)
	(d) Relatório e Contas 2010	Relatório e Contas 2011	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://qg9iwh.s.cld.pt">https://qg9iwh.s.cld.pt</a>	<a href="https://j68h65.s.cld.pt">https://j68h65.s.cld.pt</a>	<a href="https://0mk736.s.cld.pt">https://0mk736.s.cld.pt</a>	<a href="https://b1seze.s.cld.pt">https://b1seze.s.cld.pt</a>	<a href="https://p9nshx.s.cld.pt">https://p9nshx.s.cld.pt</a>
10	(a)			Francisco José Queiroz de Barros de Lacerda	Francisco José Queiroz de Barros de Lacerda
	(b)			Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva
	(c) A entidade não fez parte da amostra no período indicado			Remunerações fixas	Remunerações fixas
	(d)			Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e)			<a href="https://3a0llj.s.cld.pt">https://3a0llj.s.cld.pt</a>	<a href="https://89jbm6.s.cld.pt">https://89jbm6.s.cld.pt</a>
11	(a) António Luís Guerra Mexia	António Luís Guerra Mexia	António Luís Guerra Mexia	António Luís Guerra Mexia	António Luís Guerra Mexia
	(b) Presidente do Conselho de Administração Executivo	Presidente do Conselho de Administração Executivo	Presidente do Conselho de Administração Executivo	Presidente do Conselho de Administração Executivo	Presidente do Conselho de Administração Executivo
	(c) Remunerações fixas e variáveis (inclui PPR e componente plurianual da remuneração decidido pela comissão de vencimentos em 2012)	Remunerações fixas e variáveis (inclui PPR, montante pago em 2012 e componente plurianual da remuneração decidido pela comissão de vencimentos em 2012)	Remunerações fixas e variáveis (inclui PPR e valor pago em 2013)	Remunerações fixas e variáveis (inclui PPR)	Remunerações fixas e variáveis (inclui PPR)
	(d) Relatório e Contas 2010	Relatório e Contas 2011	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://u23ga9.s.cld.pt">https://u23ga9.s.cld.pt</a>	<a href="https://e6q5nl.s.cld.pt">https://e6q5nl.s.cld.pt</a>	<a href="https://i1v87b.s.cld.pt">https://i1v87b.s.cld.pt</a>	<a href="https://fw4mmq.s.cld.pt">https://fw4mmq.s.cld.pt</a>	<a href="https://cje9wu.s.cld.pt">https://cje9wu.s.cld.pt</a>
12	(a) Ana Maria Fernandes	Ana Maria Fernandes	Ana Maria Fernandes (até 28/02/2012); João Manso Neto	João Manso Neto	João Manso Neto
	(b) Vice-presidente da Comissão Executiva	Vice-presidente da Comissão Executiva	Vice-presidente da Comissão Executiva	Vice-presidente da Comissão Executiva	Vice-presidente da Comissão Executiva

#	2010	2011	2012	2013	2014
	(c) Remunerações fixas e variáveis (inclui complemento de reforma)	Remunerações fixas e variáveis (inclui complemento de reforma)	Remunerações fixas e variáveis (inclui complemento de reforma pago em 2013). A remuneração é paga através de um Contrato de Serviços de Administração Executiva celebrado com a EDP. Corresponde a 80% da remuneração paga pela EDP (nota 3 da tabela da p. 133 do Relatório e Contas 2012 da EDP).	Remunerações fixas. A remuneração é paga através de um Contrato de Serviços de Administração Executiva celebrado com a EDP. Corresponde a 80% da remuneração paga pela EDP (nota 3 da tabela da p. 133 do Relatório e Contas 2012 da EDP).	Remunerações fixas e variáveis (inclui complemento de reforma). A remuneração é paga através de um Contrato de Serviços de Administração Executiva celebrado com a EDP. Corresponde a 80% da remuneração paga pela EDP (nota 3 da tabela da p. 133 do Relatório e Contas 2012 da EDP).
	(d) Relatório e Contas 2010 (e) <a href="https://u3x3a1.s.cld.pt">https://u3x3a1.s.cld.pt</a>	Relatório e Contas 2011 <a href="https://zfw0xu.s.cld.pt">https://zfw0xu.s.cld.pt</a>	Relatório e Contas 2012 da EDP e EDPR <a href="https://4685gd.s.cld.pt">https://4685gd.s.cld.pt</a>	Relatório e Contas 2013 da EDP e EDPR <a href="https://zo1bks.s.cld.pt">https://zo1bks.s.cld.pt</a>	Relatório e Contas 2014 da EDP e EDPR <a href="https://ornzkg.s.cld.pt">https://ornzkg.s.cld.pt</a>
13	(a) Stanley Hung Sun Ho (b) Presidente do Conselho de Administração (c) Remunerações fixas. (d) Relatório e Contas 2010 (e) <a href="https://bkmezx.s.cld.pt">https://bkmezx.s.cld.pt</a>	Stanley Hung Sun Ho Presidente do Conselho de Administração Remunerações fixas. Relatório e Contas 2011 <a href="https://5vuv4o.s.cld.pt">https://5vuv4o.s.cld.pt</a>	Stanley Hung Sun Ho Presidente do Conselho de Administração Remunerações fixas. Relatório e Contas 2012 <a href="https://y9efp2.s.cld.pt">https://y9efp2.s.cld.pt</a>	Stanley Hung Sun Ho Presidente do Conselho de Administração Remunerações fixas. Relatório e Contas 2013 <a href="https://pl3y2k.s.cld.pt">https://pl3y2k.s.cld.pt</a>	Stanley Hung Sun Ho Presidente do Conselho de Administração Sem remuneração Relatório e Contas 2014 <a href="https://fy102k.s.cld.pt">https://fy102k.s.cld.pt</a>
14	(a) João Manuel Matos Borges de Oliveira (b) Presidente do Conselho de Administração (c) Remunerações fixas (d) Relatório do Conselho de Administração - Contas Consolidadas 31 de dezembro de 2010 (e) <a href="https://9iwbk.s.cld.pt">https://9iwbk.s.cld.pt</a>	João Manuel Matos Borges de Oliveira Presidente do Conselho de Administração Remunerações fixas Relatório do Conselho de Administração - 31 de dezembro de 2011 <a href="https://eftdf.s.cld.pt">https://eftdf.s.cld.pt</a>	João Manuel Matos Borges de Oliveira Presidente do Conselho de Administração Remunerações fixas Relatório do Conselho de Administração - 31 de dezembro de 2012 <a href="https://a5xleg.s.cld.pt">https://a5xleg.s.cld.pt</a>	João Manuel Matos Borges de Oliveira Presidente do Conselho de Administração Remunerações fixas (pagas pelas participadas) Relatório do Conselho de Administração - 31 de dezembro de 2013 <a href="https://pelzxy.s.cld.pt">https://pelzxy.s.cld.pt</a>	João Manuel Matos Borges de Oliveira Presidente do Conselho de Administração Remunerações fixas (pagas pelas participadas) Relatório e Contas 2014 <a href="https://d9helr.s.cld.pt">https://d9helr.s.cld.pt</a>
15	(a) Manuel Ferreira de Oliveira (b) Presidente Executivo (c) Remunerações fixas (inclui subsídio de renda de habitação/deslocação) e variáveis (inclui PPR e valor pago em 2011) (d) Relatório de Governo 2010 (e) <a href="https://rxg2hm.s.cld.pt">https://rxg2hm.s.cld.pt</a>	Manuel Ferreira de Oliveira Presidente Executivo Remunerações fixas (inclui subsídio de renda de habitação/deslocação) e variáveis (inclui PPR e remuneração paga em 2012) Relatório de Governo 2011 <a href="https://h97d94.s.cld.pt">https://h97d94.s.cld.pt</a>	Manuel Ferreira de Oliveira Presidente Executivo Remunerações fixas (inclui subsídio de renda de habitação/deslocação) e variáveis (inclui PPR e remuneração paga em 2013) Relatório de Governo 2012 <a href="https://9owt16.s.cld.pt">https://9owt16.s.cld.pt</a>	Manuel Ferreira de Oliveira Presidente Executivo Remunerações fixas (inclui subsídio de renda de habitação/deslocação - assumindo o seu pagamento, dada a omissão da informação) e variáveis (inclui PPR e remuneração paga em 2014) Relatório de Governo Societário 2013 <a href="https://3l4gtk.s.cld.pt">https://3l4gtk.s.cld.pt</a>	Manuel Ferreira de Oliveira Presidente Executivo Remunerações fixas (inclui subsídio de renda de habitação/deslocação - assumindo o seu pagamento, dada a omissão da informação) e variáveis (inclui PPR) Relatório de Governo Societário 2014 <a href="https://25kyhs.s.cld.pt">https://25kyhs.s.cld.pt</a>
16	(a) Fernando Jorge da Costa Freire (até 31/12/2010) (b) Presidente da Comissão Executiva (c) Remunerações fixas e variáveis (não inclui indemnizações por cessação de mandato) (d) Relatório e Contas 2010 (e) <a href="https://e2v3yt.s.cld.pt">https://e2v3yt.s.cld.pt</a>	Manuel Francisco Costa Mira Godinho Presidente da Comissão Executiva Remunerações fixas Relatório e Contas 2011 <a href="https://ovsplv.s.cld.pt">https://ovsplv.s.cld.pt</a>	Manuel Francisco Costa Mira Godinho Presidente da Comissão Executiva Remunerações fixas Relatório e Contas 2012 <a href="https://pr7l13.s.cld.pt">https://pr7l13.s.cld.pt</a>	Manuel Francisco Costa Mira Godinho Presidente da Comissão Executiva Remunerações fixas Relatório e Contas 2013 <a href="https://0bch4d.s.cld.pt">https://0bch4d.s.cld.pt</a>	Manuel Francisco Costa Mira Godinho Presidente da Comissão Executiva Remunerações fixas e variáveis Relatório e Contas 2014 <a href="https://qxgjsq.s.cld.pt">https://qxgjsq.s.cld.pt</a>
17	(a) António Carlos Vaz Pinto de Sousa (b) Presidente da Comissão Executiva (c) Contrato de prestação de serviços de gestão e administração com uma sociedade detida, em partes iguais, pelo Presidente e Vice-presidente da Comissão Executiva. A entidade não remunera diretamente os administradores executivos. A remuneração do Presidente da Comissão Executiva corresponde a 50% do valor anual do referido contrato. (d) Relatório e Contas 2010 (e) <a href="https://xq8q1z.s.cld.pt">https://xq8q1z.s.cld.pt</a>	António Carlos Vaz Pinto de Sousa Presidente da Comissão Executiva Contrato de prestação de serviços de gestão e administração com uma sociedade detida, em partes iguais, pelo Presidente e Vice-presidente da Comissão Executiva. A entidade não remunera diretamente os administradores executivos. A remuneração do Presidente da Comissão Executiva corresponde a 50% do valor anual do referido contrato. Relatório e Contas Consolidadas 2011 <a href="https://rmjupz.s.cld.pt">https://rmjupz.s.cld.pt</a>	António Carlos Vaz Pinto de Sousa Presidente da Comissão Executiva Contrato de prestação de serviços de gestão e administração com uma sociedade detida, em partes iguais, pelo Presidente e Vice-presidente da Comissão Executiva. A entidade não remunera diretamente os administradores executivos. A remuneração do Presidente da Comissão Executiva corresponde a 50% do valor anual do referido contrato. Relatório e Contas 2012 <a href="https://lgcoc6.s.cld.pt">https://lgcoc6.s.cld.pt</a>	António Carlos Vaz Pinto de Sousa Presidente da Comissão Executiva Contrato de prestação de serviços de gestão e administração com uma sociedade detida, em partes iguais, pelo Presidente e Vice-presidente da Comissão Executiva. A entidade não remunera diretamente os administradores executivos. A remuneração do Presidente da Comissão Executiva corresponde a 50% do valor anual do referido contrato. Relatório e Contas 2013 <a href="https://qz1rql.s.cld.pt">https://qz1rql.s.cld.pt</a>	António Carlos Vaz Pinto de Sousa Presidente da Comissão Executiva Contrato de prestação de serviços de gestão e administração com uma sociedade detida, em partes iguais, pelo Presidente e Vice-presidente da Comissão Executiva. A entidade não remunera diretamente os administradores executivos. A remuneração do Presidente da Comissão Executiva corresponde a 50% do valor anual do referido contrato. Relatório e Contas 2014 <a href="https://q3qsz4.s.cld.pt">https://q3qsz4.s.cld.pt</a>
18	(a) Fernanda Pires da Silva (b) Presidente do Conselho de Administração	Fernanda Pires da Silva (até 31/05/2011); Abel Saturnino da Silva de Moura Pinheiro Presidente do Conselho de Administração	Abel Saturnino da Silva de Moura Pinheiro Presidente do Conselho de Administração	Abel Saturnino da Silva de Moura Pinheiro Presidente do Conselho de Administração	Abel Saturnino da Silva de Moura Pinheiro Presidente do Conselho de Administração

#	2010	2011	2012	2013	2014
	(c) Remunerações fixas (inclui remunerações pagas pelas participadas)	Remunerações fixas (inclui remunerações pagas pelas participadas)	Remunerações fixas (inclui remunerações pagas pelas participadas)	Remunerações fixas (inclui remunerações pagas pelas participadas); Suspensas a partir de agosto de 2013	Suspensas (divergência com a nota 24 do Anexo às Demonstrações Financeiras Individuais - EUR 105 000)
	(d) Relatório sobre o Governo da Imobiliária Construtora Grão-Pará 2010 e aditamento <a href="https://b1x0ft.s.cld.pt/">https://b1x0ft.s.cld.pt/</a> <a href="https://ilkawv.s.cld.pt">https://ilkawv.s.cld.pt</a>	Relatório e Contas Consolidado 2011 <a href="https://sl2ys8.s.cld.pt">https://sl2ys8.s.cld.pt</a>	Relatório e Contas Consolidado 2012 <a href="https://a1dbbn.s.cld.pt">https://a1dbbn.s.cld.pt</a>	Relatório e Contas Consolidado 2013 <a href="https://13w2fz.s.cld.pt">https://13w2fz.s.cld.pt</a>	Relatório e Contas 2014 <a href="https://lonj6a.s.cld.pt">https://lonj6a.s.cld.pt</a>
19	(a) Francisco José Pereira Pinto de Balsemão	Francisco José Pereira Pinto de Balsemão	Francisco José Pereira Pinto de Balsemão (até 30/09/2012); Pedro Lopo de Carvalho Norton de Matos	Pedro Lopo de Carvalho Norton de Matos	Pedro Lopo de Carvalho Norton de Matos
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva; Administrador Delegado	Administrador Delegado	Administrador Delegado
	(c) Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas e variáveis (inclui prémio)	Remunerações fixas e variáveis (inclui prémio)
	(d) Relatório e Contas 2010	Relatório e Contas 2011	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://y4xswt.s.cld.pt">https://y4xswt.s.cld.pt</a>	<a href="https://m3lqzs.s.cld.pt">https://m3lqzs.s.cld.pt</a>	<a href="https://5icpq6.s.cld.pt">https://5icpq6.s.cld.pt</a>	<a href="https://n0f8pn.s.cld.pt">https://n0f8pn.s.cld.pt</a>	<a href="https://dp3tys.s.cld.pt">https://dp3tys.s.cld.pt</a>
20	(a) José Manuel Félix Morgado	José Manuel Félix Morgado	José Manuel Félix Morgado	José Manuel Félix Morgado	José Manuel Félix Morgado
	(b) Presidente Executivo do Conselho de Administração	Presidente Executivo do Conselho de Administração	Presidente Executivo do Conselho de Administração	Presidente Executivo do Conselho de Administração	Presidente Executivo do Conselho de Administração
	(c) Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas
	(d) Relatório e Contas 2010	Relatório e Contas 2011	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://2ymdl4.s.cld.pt">https://2ymdl4.s.cld.pt</a>	<a href="https://e7eqz5.s.cld.pt">https://e7eqz5.s.cld.pt</a>	<a href="https://zk6h65.s.cld.pt">https://zk6h65.s.cld.pt</a>	<a href="https://cpy1pv.s.cld.pt">https://cpy1pv.s.cld.pt</a>	<a href="https://8v69d5.s.cld.pt">https://8v69d5.s.cld.pt</a>
21	(a) Luís Maria Viana Palha da Silva (até 9/04/2010); Pedro Manuel de Castro Soares dos Santos	Pedro Manuel de Castro Soares dos Santos	Pedro Manuel de Castro Soares dos Santos	Pedro Manuel de Castro Soares dos Santos	Pedro Manuel de Castro Soares dos Santos
	(b) Presidente da Comissão Executiva; Administrador Delegado	Administrador Delegado	Administrador Delegado	Administrador Delegado	Administrador Delegado
	(c) Remunerações fixas e variáveis (inclui valor pago em 2011)	Remunerações fixas e variáveis (inclui PPR)	Remunerações fixas e variáveis (inclui PPR)	Remunerações fixas e variáveis (inclui PPR)	Remunerações fixas (inclui remunerações pagas por participadas)
	(d) Relatório e Contas 2010	Relatório e Contas 2011	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://w45yoc.s.cld.pt">https://w45yoc.s.cld.pt</a>	<a href="https://9gdubn.s.cld.pt">https://9gdubn.s.cld.pt</a>	<a href="https://1dwcq0.s.cld.pt">https://1dwcq0.s.cld.pt</a>	<a href="https://xdllae.s.cld.pt">https://xdllae.s.cld.pt</a>	<a href="https://i49m93.s.cld.pt">https://i49m93.s.cld.pt</a>
22	(a) Luciano Manuel Ribeiro da Silva Patrão	Luciano Manuel Ribeiro da Silva Patrão	Luciano Manuel Ribeiro da Silva Patrão	Luciano Manuel Ribeiro da Silva Patrão	Luciano Manuel Ribeiro da Silva Patrão
	(b) Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração
	(c) Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas (redução unilateral de 10% da remuneração base durante 9 meses)	Remunerações fixas	Remunerações fixas
	(d) Relatório e Contas 2010	Relatório e Contas 2011	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://llid3e.s.cld.pt">https://llid3e.s.cld.pt</a>	<a href="https://x49grk.s.cld.pt">https://x49grk.s.cld.pt</a>	<a href="https://3j501v.s.cld.pt">https://3j501v.s.cld.pt</a>	<a href="https://adamon.s.cld.pt">https://adamon.s.cld.pt</a>	<a href="https://7b3ahv.s.cld.pt">https://7b3ahv.s.cld.pt</a>
23	(a) Jorge Alberto Marques Martins	Jorge Alberto Marques Martins	Jorge Alberto Marques Martins (até 18/05/2012); Carlos Manuel Marques Martins	Carlos Manuel Marques Martins	Carlos Manuel Marques Martins
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva; Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração
	(c) Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas (pagas por participadas)	Remunerações fixas (pagas por participadas)	Remunerações fixas (pagas por participadas)
	(d) Relatório de Governo 2010	Relatório de Governo 2011	Relatório de Governo 2012	Relatório de Governo 2013	Relatório de Governo 2014
	(e) <a href="https://cq44ro.s.cld.pt">https://cq44ro.s.cld.pt</a>	<a href="https://bpleqh.s.cld.pt">https://bpleqh.s.cld.pt</a>	<a href="https://5snx9p.s.cld.pt">https://5snx9p.s.cld.pt</a>	<a href="https://vfwjil.s.cld.pt">https://vfwjil.s.cld.pt</a>	<a href="https://9xd259.s.cld.pt">https://9xd259.s.cld.pt</a>
24	(a) Bernardo Bairrão	Bernardo Bairrão (até 27/06/2011); Rosa Maria Cullell Muniesa	Rosa Maria Cullell Muniesa	Rosa Maria Cullell Muniesa	Rosa Maria Cullell Muniesa
	(b) Administrador Delegado	Administrador Delegado	Administrador Delegado	Administrador Delegado	Administrador Delegado
	(c) Remunerações fixas e variáveis (pagas por participadas)	Remunerações fixas e variáveis (pagas por participadas)	Remunerações fixas e variáveis (pagas por participadas)	Remunerações fixas e variáveis (pagas por participadas)	Remunerações fixas e variáveis (pagas por participadas)
	(d) Relatório Anual 2010	Relatório Anual 2011	Relatório Anual 2012	Relatório Anual 2013	Relatório Anual 2014
	(e) <a href="https://sp2edg.s.cld.pt">https://sp2edg.s.cld.pt</a>	<a href="https://e9965t.s.cld.pt">https://e9965t.s.cld.pt</a>	<a href="https://f5kw6t.s.cld.pt">https://f5kw6t.s.cld.pt</a>	<a href="https://33411d.s.cld.pt">https://33411d.s.cld.pt</a>	<a href="https://wlx21.s.cld.pt">https://wlx21.s.cld.pt</a>
25	(a) Jorge Paulo Sacadura de Almeida Coelho	Jorge Paulo Sacadura de Almeida Coelho	Jorge Paulo Sacadura de Almeida Coelho	Jorge Paulo Sacadura de Almeida Coelho (até 01/2013); Gonçalo Nuno Gomes de Andrade Moura Martins	Gonçalo Nuno Gomes de Andrade Moura Martins
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva

#	2010	2011	2012	2013	2014
	(c) Remunerações fixas e variáveis (inclui participação nos lucros)	Remunerações fixas e variáveis (inclui participação nos lucros)	Remunerações fixas e variáveis (inclui participação nos lucros)	Remunerações fixas e variáveis (inclui participação nos lucros)	Remunerações fixas e variáveis (inclui participação nos lucros)
	(d) Relatório e Contas Consolidadas 2010	Relatório e Contas Consolidadas 2011	Relatório e Contas Consolidadas 2012	Relatório e Contas Consolidadas 2013	Relatório e Contas Consolidadas 2014
	(e) <a href="https://mhc8k5.s.cld.pt">https://mhc8k5.s.cld.pt</a>	<a href="https://0c681s.s.cld.pt">https://0c681s.s.cld.pt</a>	<a href="https://4sxqwu.s.cld.pt">https://4sxqwu.s.cld.pt</a>	<a href="https://d2mm0p.s.cld.pt">https://d2mm0p.s.cld.pt</a>	<a href="https://igmk98.s.cld.pt">https://igmk98.s.cld.pt</a>
	(a) Rodrigo Jorge de Araújo Costa	Rodrigo Jorge de Araújo Costa	Rodrigo Jorge de Araújo Costa	Rodrigo Jorge de Araújo Costa (até 30/09/2013); Miguel Nuno Santos Almeida	Miguel Nuno Santos Almeida
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva
26	(c) Remunerações fixas e variáveis (inclui remunerações pagas em 2011)	Remunerações fixas e variáveis (inclui remunerações pagas em 2012)	Remunerações fixas e variáveis (inclui remunerações pagas em 2013)	Remunerações fixas e variáveis (inclui participação nos lucros/prémio e planos de ações)	Remunerações fixas e variáveis (inclui participação nos lucros e 41.451 ações mensuradas à cotação de fecho a 31/12/2014)
	(d) Relatório e Contas Consolidadas 2010	Relatório e Contas 2011	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://iyfe0.s.cld.pt">https://iyfe0.s.cld.pt</a>	<a href="https://src82w.s.cld.pt">https://src82w.s.cld.pt</a>	<a href="https://r0dkr6.s.cld.pt">https://r0dkr6.s.cld.pt</a>	<a href="https://dfe25t.s.cld.pt">https://dfe25t.s.cld.pt</a>	<a href="https://uvkzvd.s.cld.pt">https://uvkzvd.s.cld.pt</a>
	(a) Luís Paulo Cardoso Salvado	Luís Paulo Cardoso Salvado	Luís Paulo Cardoso Salvado	Luís Paulo Cardoso Salvado	Luís Paulo Cardoso Salvado
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva
27	(c) Remunerações fixas e variáveis	Remunerações fixas e variáveis	Remunerações fixas e variáveis	Remunerações fixas e variáveis	Remunerações fixas e variáveis
	(d) Relatório Sobre as Práticas de Governo 2010	Relatório Sobre as Práticas de Governo 2011	Relatório Sobre as Práticas de Governo 2012	Relatório Sobre as Práticas de Governo 2013	Relatório Sobre as Práticas de Governo 2014
	(e) <a href="https://qzbcpx.s.cld.pt">https://qzbcpx.s.cld.pt</a>	<a href="https://hlbs0q.s.cld.pt">https://hlbs0q.s.cld.pt</a>	<a href="https://7thjyw.s.cld.pt">https://7thjyw.s.cld.pt</a>	<a href="https://gmjbal.s.cld.pt">https://gmjbal.s.cld.pt</a>	<a href="https://a01z7e.s.cld.pt">https://a01z7e.s.cld.pt</a>
	(a) Duarte Maia de Albuquerque d'Orey	Duarte Maia de Albuquerque d'Orey	Duarte Maia de Albuquerque d'Orey	Duarte Maia de Albuquerque d'Orey	Duarte Maia de Albuquerque d'Orey
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva
28	(c) Remunerações fixas e variáveis (inclui prémio e remunerações pagas por participadas)	Remunerações variáveis (inclui prémio pago por participadas)	Remunerações fixas e variáveis (pagas por participadas em relação de domínio ou de grupo)	Remunerações fixas e variáveis (inclui prémio)	Remunerações fixas (inclui despesas de representação) e variáveis (inclui prémio e senhas de presença)
	(d) Relatório e Contas 2010	Relatório e Contas 2011	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://4a4d0j.s.cld.pt">https://4a4d0j.s.cld.pt</a>	<a href="https://aiegls.s.cld.pt">https://aiegls.s.cld.pt</a>	<a href="https://3zc8ha.s.cld.pt">https://3zc8ha.s.cld.pt</a>	<a href="https://qeseow.s.cld.pt">https://qeseow.s.cld.pt</a>	<a href="https://d0qibl.s.cld.pt">https://d0qibl.s.cld.pt</a>
	(a) Zeinal Abedin Mahomed Bava	Zeinal Abedin Mahomed Bava	Zeinal Abedin Mahomed Bava	Zeinal Abedin Mahomed Bava (até 4/06/2013); Henrique Manuel Fusco Granadeiro	Henrique Manuel Fusco Granadeiro (até 07/08/2014); João Manuel de Mello Franco
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva; Presidente do Conselho de Administração
29	(c) Remunerações fixas e variáveis (imediatas e de médio prazo); Inclui prémio extraordinário pela venda da participação na Vivo	Remunerações fixas e variáveis (inclui valor pago em 2012)	Remunerações fixas e variáveis (inclui valor pago em 2013)	Remunerações fixas e variáveis (incluindo as diferidas para 2016 e valor pago em 2014)	Remunerações fixas e variáveis (não inclui indemnização por cessação de funções; inclui remuneração diferida para 2015)
	(d) Relatório do Governo da Sociedade 2010	Relatório do Governo da Sociedade 2011	Relatório do Governo da Sociedade 2012	Relatório do Governo da Sociedade 2013	Relatório do Governo da Sociedade 2014
	(e) <a href="https://im0dul.s.cld.pt">https://im0dul.s.cld.pt</a>	<a href="https://24joqd.s.cld.pt">https://24joqd.s.cld.pt</a>	<a href="https://e7r2wn.s.cld.pt">https://e7r2wn.s.cld.pt</a>	<a href="https://n1urcu.s.cld.pt">https://n1urcu.s.cld.pt</a>	<a href="https://ufp4mb.s.cld.pt">https://ufp4mb.s.cld.pt</a>
	(a) José Alfredo de Almeida Honório	José Alfredo de Almeida Honório	José Alfredo de Almeida Honório	José Alfredo de Almeida Honório	José Alfredo de Almeida Honório (até 28/02/2014); Diogo António Rodrigues da Silveira
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva
30	(c) Remunerações fixas e variáveis (inclui participadas)	Remunerações fixas e variáveis (inclui participadas)	Remunerações fixas e variáveis (inclui participadas)	Remunerações fixas e variáveis (inclui participadas)	Remunerações fixas e variáveis (inclui participadas)
	(d) Relatório de Gestão 2010	Relatório de Gestão 2011	Relatório e Contas Consolidado 2012	Relatório e Contas Consolidado 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://ivsbj.s.cld.pt">https://ivsbj.s.cld.pt</a>	<a href="https://2kefdm.s.cld.pt">https://2kefdm.s.cld.pt</a>	<a href="https://q1k452.s.cld.pt">https://q1k452.s.cld.pt</a>	<a href="https://mq0w38.s.cld.pt">https://mq0w38.s.cld.pt</a>	<a href="https://xg26eu.s.cld.pt">https://xg26eu.s.cld.pt</a>
	(a) Frederico José Appleton Moreira Rato	Frederico José Appleton Moreira Rato (até 31/05/2011); Carlos Alberto de Lis Santos Romão	Carlos Alberto de Lis Santos Romão (até 5/12/2012); Francisco Santana Ramos	Francisco Santana Ramos	Francisco Santana Ramos
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva
31	(c) Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas
	(d) Relatório e Contas 2010	Relatório e Contas Consolidado 2011	Relatório e Contas Consolidado 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://yxhvi.s.cld.pt">https://yxhvi.s.cld.pt</a>	<a href="https://ii730e.s.cld.pt">https://ii730e.s.cld.pt</a>	<a href="https://emxydn.s.cld.pt">https://emxydn.s.cld.pt</a>	<a href="https://bm11wd.s.cld.pt">https://bm11wd.s.cld.pt</a>	<a href="https://n7vvzr.s.cld.pt">https://n7vvzr.s.cld.pt</a>

#	2010	2011	2012	2013	2014
32	(a) Rui Manuel Janes Cartaxo	Rui Manuel Janes Cartaxo	Rui Manuel Janes Cartaxo	Rui Manuel Janes Cartaxo	Rui Manuel Janes Cartaxo (até 3/03/2014); Emílio Rui Vilar
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva
	(c) Remunerações fixas	Remunerações fixas (inclui participadas e subsídio de alimentação)	Remunerações fixas (inclui participadas e subsídio de alimentação) e variáveis (de curto prazo, paga em 2013; de médio prazo, diferida)	Remunerações fixas (inclui participadas e subsídio de alimentação) e variáveis (de curto prazo, paga em 2014; de médio prazo, diferida)	Remunerações fixas (inclui participadas e subsídio de alimentação)
	(d) Relatório de Governo Societário 2010	Relatório e Contas 2011	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://uc0v09.s.cld.pt">https://uc0v09.s.cld.pt</a>	<a href="https://2k0ywc.s.cld.pt">https://2k0ywc.s.cld.pt</a>	<a href="https://5t7fgz.s.cld.pt">https://5t7fgz.s.cld.pt</a>	<a href="https://nlq3jv.s.cld.pt">https://nlq3jv.s.cld.pt</a>	<a href="https://8pw1oq.s.cld.pt">https://8pw1oq.s.cld.pt</a>
33	(a) Esmeralda da Silva Santos Dourado (até 4/05/2010); João Manuel de Quevedo Pereira Coutinho	João Manuel de Quevedo Pereira Coutinho	João Manuel de Quevedo Pereira Coutinho	João Manuel de Quevedo Pereira Coutinho	João Manuel de Quevedo Pereira Coutinho
	(b) Presidente da Comissão Executiva; Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração
	(c) Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas
	(d) Relatório e Contas 2010	Relatório Sobre o Governo da Sociedade 2011	Relatório Sobre o Governo da Sociedade 2012	Relatório de Governo Societário 2013	Relatório de Governo Societário 2014
	(e) <a href="https://zr3huz.s.cld.pt">https://zr3huz.s.cld.pt</a>	<a href="https://o0b9nq.s.cld.pt">https://o0b9nq.s.cld.pt</a>	<a href="https://pis38t.s.cld.pt">https://pis38t.s.cld.pt</a>	<a href="https://05dvd7.s.cld.pt">https://05dvd7.s.cld.pt</a>	<a href="https://h3it6y.s.cld.pt">https://h3it6y.s.cld.pt</a>
34	(a) Pedro Manuel de Almeida Gonçalves	Pedro Manuel de Almeida Gonçalves (até 30/08/2011); António Manuel Pereira Caldas Castro Henriques	António Manuel Pereira Caldas Castro Henriques	António Manuel Pereira Caldas Castro Henriques	António Manuel Pereira Caldas Castro Henriques
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva
	(c) Remunerações fixas (inclui subsídio de alimentação) e variáveis	Remunerações fixas (inclui subsídio de alimentação)	Remunerações fixas (inclui subsídio de alimentação)	Remunerações fixas (inclui subsídio de alimentação)	Remunerações fixas (inclui subsídio de alimentação); Deixaram de auferir remuneração a partir de janeiro, exclusive
	(d) Relatório de Gestão e Demonstrações Financeiras 2010	Relatório e Contas 2011	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://jvct4c.s.cld.pt">https://jvct4c.s.cld.pt</a>	<a href="https://8coo99.s.cld.pt">https://8coo99.s.cld.pt</a>	<a href="https://5qzqs9.s.cld.pt">https://5qzqs9.s.cld.pt</a>	<a href="https://4cdl6z.s.cld.pt">https://4cdl6z.s.cld.pt</a>	<a href="https://jqpxif.s.cld.pt">https://jqpxif.s.cld.pt</a>
35	(a) Pedro Mendonça de Queiroz Pereira	Pedro Mendonça de Queiroz Pereira	Pedro Mendonça de Queiroz Pereira	Pedro Mendonça de Queiroz Pereira	Pedro Mendonça de Queiroz Pereira
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva
	(c) Remunerações fixas e variáveis	Remunerações fixas e variáveis	Remunerações fixas e variáveis	Remunerações fixas e variáveis (inclui participadas)	Remunerações fixas e variáveis (inclui participadas)
	(d) Relatório e Contas 2010	Relatório e Contas 2011	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://ldpyhk.s.cld.pt">https://ldpyhk.s.cld.pt</a>	<a href="https://r4c2ka.s.cld.pt">https://r4c2ka.s.cld.pt</a>	<a href="https://7rwxrn.s.cld.pt">https://7rwxrn.s.cld.pt</a>	<a href="https://5ok7f3.s.cld.pt">https://5ok7f3.s.cld.pt</a>	<a href="https://nzjzgy.s.cld.pt">https://nzjzgy.s.cld.pt</a>
36	(a) Duarte Paulo Teixeira de Azevedo	Duarte Paulo Teixeira de Azevedo	Duarte Paulo Teixeira de Azevedo	Duarte Paulo Teixeira de Azevedo	Duarte Paulo Teixeira de Azevedo
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva
	(c) Remunerações fixas e variáveis (de curto e médio prazo)	Remunerações fixas e variáveis (de curto e médio prazo)	Remunerações fixas e variáveis (de curto e médio prazo)	Remunerações fixas e variáveis (de curto e médio prazo)	Remunerações fixas e variáveis (de curto e médio prazo)
	(d) Relatório Sobre o Governo das Sociedades 2010	Relatório de Governo da Sociedade 2011	Relatório do Governo da Sociedade 2012	Relatório do Governo da Sociedade 2013	Relatório do Governo da Sociedade 2014
	(e) <a href="https://53he8n.s.cld.pt">https://53he8n.s.cld.pt</a>	<a href="https://jbc4c8.s.cld.pt">https://jbc4c8.s.cld.pt</a>	<a href="https://fi7dvh.s.cld.pt">https://fi7dvh.s.cld.pt</a>	<a href="https://rxoior.s.cld.pt">https://rxoior.s.cld.pt</a>	<a href="https://r68fm.s.cld.pt">https://r68fm.s.cld.pt</a>
37	(a) Belmiro Mendes de Azevedo	Belmiro Mendes de Azevedo	Belmiro Mendes de Azevedo	Belmiro Mendes de Azevedo (até 18/03/2013); Maria Cláudia Teixeira de Azevedo	Maria Cláudia Teixeira de Azevedo
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva
	(c) Remunerações fixas e variáveis	Remunerações fixas e variáveis	Remunerações fixas e variáveis (inclui prémio de desempenho diferido)	Remunerações fixas e variáveis	Remunerações fixas e variáveis
	(d) Relatório e Contas 2010	Relatório e Contas 2011	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://xjhir5.s.cld.pt">https://xjhir5.s.cld.pt</a>	<a href="https://0d0icm.s.cld.pt">https://0d0icm.s.cld.pt</a>	<a href="https://6rowqf.s.cld.pt">https://6rowqf.s.cld.pt</a>	<a href="https://14fj8k.s.cld.pt">https://14fj8k.s.cld.pt</a>	<a href="https://lyjir7.s.cld.pt">https://lyjir7.s.cld.pt</a>
38	(a) Carlos Francisco de Miranda Guedes Bianchi de Aguiar	Carlos Francisco de Miranda Guedes Bianchi de Aguiar (até 07/2011); Rui Manuel Gonçalves Correia e João Paulo dos Santos Pinto	Rui Manuel Gonçalves Correia e João Paulo dos Santos Pinto	Rui Manuel Gonçalves Correia e João Paulo dos Santos Pinto (até 31/10/2013); Rui Manuel Gonçalves Correia	Rui Manuel Gonçalves Correia

#	2010	2011	2012	2013	2014
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva; Presidente e Vice-presidente da Comissão Executiva	Vice-presidentes da Comissão Executiva	Vice-presidentes da Comissão Executiva; Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva
	(c) Remunerações fixas e variáveis (de curto e médio prazo)	Remunerações fixas e variáveis (de curto e médio prazo)	Remunerações fixas e variáveis (de curto e médio prazo)	Remunerações fixas e variáveis (de curto e médio prazo)	Remunerações fixas e variáveis (de curto e médio prazo)
	(d) Relatório e Contas Consolidadas 2010	Relatório e Contas Consolidadas 2011	Relatório e Contas Consolidadas 2012	Relatório Anual 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://bybb9u.s.cld.pt">https://bybb9u.s.cld.pt</a>	<a href="https://4zaznv.s.cld.pt">https://4zaznv.s.cld.pt</a>	<a href="https://bi8afl.s.cld.pt">https://bi8afl.s.cld.pt</a>	<a href="https://01ktp6.s.cld.pt">https://01ktp6.s.cld.pt</a>	<a href="https://yk76kr.s.cld.pt">https://yk76kr.s.cld.pt</a>
	(a) Ângelo Gabriel Ribeirinho dos Santos Paupério	Ângelo Gabriel Ribeirinho dos Santos Paupério	Ângelo Gabriel Ribeirinho dos Santos Paupério	Ângelo Gabriel Ribeirinho dos Santos Paupério	Ângelo Gabriel Ribeirinho dos Santos Paupério
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva
39	(c) Remunerações fixas e variáveis (de curto e médio prazo)	Remunerações fixas e variáveis (de curto e médio prazo); Inclui participadas	Remunerações fixas e variáveis (de curto e médio prazo); Inclui participadas	Remunerações fixas e variáveis (de curto e médio prazo); Inclui participadas	Remunerações fixas e variáveis (de curto e médio prazo); Inclui participadas
	(d) Relatório e Contas 2010	Relatório e Contas 2011	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://vma1qm.s.cld.pt">https://vma1qm.s.cld.pt</a>	<a href="https://khxf.s.cld.pt">https://khxf.s.cld.pt</a>	<a href="https://g9vcll.s.cld.pt">https://g9vcll.s.cld.pt</a>	<a href="https://nxxwoa.s.cld.pt">https://nxxwoa.s.cld.pt</a>	<a href="https://0ncggj.s.cld.pt">https://0ncggj.s.cld.pt</a>
	(a) Duarte Nunes Ferreira Lopes Pinto	Duarte Nunes Ferreira Lopes Pinto	Duarte Nunes Ferreira Lopes Pinto	Duarte Nunes Ferreira Lopes Pinto	Duarte Nunes Ferreira Lopes Pinto
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva
40	(c) Remunerações fixas e variáveis	Remunerações fixas e variáveis	Remunerações fixas e variáveis	Remunerações fixas	Remunerações fixas e variáveis
	(d) Relatório Único de Gestão 2010	Relatório Único de Gestão 2011	Relatório Único de Gestão 2012	Relatório Único de Gestão 2013	Relatório Único de Gestão 2014
	(e) <a href="https://6ussjh.s.cld.pt">https://6ussjh.s.cld.pt</a>	<a href="https://plpipg.s.cld.pt">https://plpipg.s.cld.pt</a>	<a href="https://f0ask4.s.cld.pt">https://f0ask4.s.cld.pt</a>	<a href="https://cr3bkx.s.cld.pt">https://cr3bkx.s.cld.pt</a>	<a href="https://y2hbj.s.cld.pt">https://y2hbj.s.cld.pt</a>
	(a) Pedro Maria Calainho Teixeira Duarte	Pedro Maria Calainho Teixeira Duarte	Pedro Maria Calainho Teixeira Duarte	Pedro Maria Calainho Teixeira Duarte	Pedro Maria Calainho Teixeira Duarte
	(b) Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração
41	(c) Remunerações fixas e variáveis (inclui prémio e compensação por deslocações; inclui pagamentos por participadas)	Remunerações fixas e variáveis (inclui prémio [imediato e diferido] e compensação por deslocações; inclui pagamentos por participadas)	Remunerações fixas e variáveis (inclui prémio [imediato e diferido] e compensação por deslocações)	Remunerações fixas e variáveis (inclui prémio [imediato e diferido] e compensação por deslocações)	Remunerações fixas e variáveis (inclui prémio [imediato e diferido] e compensação por deslocações)
	(d) Relatório e Contas 2010	Relatório e Contas 2011	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://1g4uik.s.cld.pt">https://1g4uik.s.cld.pt</a>	<a href="https://z4q2z.s.cld.pt">https://z4q2z.s.cld.pt</a>	<a href="https://pydrb9.s.cld.pt">https://pydrb9.s.cld.pt</a>	<a href="https://z438q9.s.cld.pt">https://z438q9.s.cld.pt</a>	<a href="https://nixc1z.s.cld.pt">https://nixc1z.s.cld.pt</a>
	(a) José Reis da Silva Ramos	José Reis da Silva Ramos	José Reis da Silva Ramos	José Reis da Silva Ramos	José Reis da Silva Ramos
	(b) Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração	Presidente do Conselho de Administração
42	(c) Remunerações fixas e variáveis (inclui pagamentos por participadas)	Remunerações fixas e variáveis (inclui pagamentos por participadas)	Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas
	(d) Relatório e Contas 2010	Relatório e Contas 2011	Relatório e Contas 2012	Relatório e Contas 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://pgi2s2.s.cld.pt">https://pgi2s2.s.cld.pt</a>	<a href="https://vin9mp.s.cld.pt">https://vin9mp.s.cld.pt</a>	<a href="https://jphagf.s.cld.pt">https://jphagf.s.cld.pt</a>	<a href="https://mh1x8o.s.cld.pt">https://mh1x8o.s.cld.pt</a>	<a href="https://wx719c.s.cld.pt">https://wx719c.s.cld.pt</a>
	(a) Luís Manuel Gonçalves Paiva	Luis Manuel Gonçalves Paiva (até 9/02/2011); Paulo José Lopes Varela	Paulo José Lopes Varela	Paulo José Lopes Varela (até 22/05/2013); Lázaro Ferreira de Sousa	Lázaro Ferreira de Sousa
	(b) Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente da Comissão Executiva	Presidente do Conselho de Administração
43	(c) Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas	Remunerações fixas
	(d) Relatório Sobre o Governo da Sociedade 2010	Relatório Sobre o Governo da Sociedade 2011	Relatório Sobre o Governo da Sociedade 2012	Relatório Sobre o Governo da Sociedade 2013	Relatório e Contas 2014
	(e) <a href="https://dcfd0n.s.cld.pt">https://dcfd0n.s.cld.pt</a>	<a href="https://kpybxj.s.cld.pt">https://kpybxj.s.cld.pt</a>	<a href="https://f11r0l.s.cld.pt">https://f11r0l.s.cld.pt</a>	<a href="https://1cwfbj.s.cld.pt">https://1cwfbj.s.cld.pt</a>	<a href="https://8nnkpw.s.cld.pt">https://8nnkpw.s.cld.pt</a>

(a): Nome do CEO e data de fim de mandato, se aplicável

(b): Posição no órgão de administração

(c): Composição da remuneração do período

(d): Fonte

(e): URL de acesso à fonte

**ANEXO II**  
**Substituições do CEO por Entidade**

#	2010												2011												2012												2013												2014											
	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D
1	Paulo Jorge dos Santos Fernandes																																																											
2	Carlos Jorge Ramalho dos Santos Ferreira																								Nuno Manuel da Silva Amado																																			
3	Ricardo Espírito Santo Silva Salgado																																				Informação não divulgada																							
4	Fernando Ulrich																																																											
5	Joaquim Filipe Marques dos Santos																								Jorge Humberto Correia Tomé																																			
6	(a)	Francisco José Queiroz de Barros de Lacerda																								Ricardo Fonseca de Mendonça Lima																																		
7	Paulo Jorge dos Santos Fernandes																																																											
8	Armando Lourenço Monteiro																																																											
9	António Rios de Amorim																																																											
10	A entidade não fez parte da amostra neste período																								Francisco José Queiroz de Barros de Lacerda																																			
11	António Luís Guerra Mexia																																																											
12	Ana Maria Fernandes																								João Manso Neto																																			
13	Stanley Hung Sun Ho																																																											
14	João Manuel Matos Borges de Oliveira																																																											
15	Manuel Ferreira de Oliveira																																																											
16	Fernando Jorge da Costa Freire												Manuel Francisco Costa Mira Godinho																																															
17	António Carlos Vaz Pinto de Sousa																																																											
18	Fernanda Pires da Silva																								Abel Saturnino da Silva de Moura Pinheiro																																			
19	Francisco José Pereira Pinto de Balsemão																								Pedro Lopo de Carvalho Norton de Matos																																			
20	José Manuel Félix Morgado																																																											
21	(b)	Pedro Manuel de Castro Soares dos Santos																																																										
22	Luciano Manuel Ribeiro da Silva Patrão																																																											
23	Jorge Alberto Marques Martins																								Carlos Manuel Marques Martins																																			
24	Bernardo Bairrão																								Rosa Maria Cullell Muniesa																																			
25	Jorge Paulo Sacadura de Almeida Coelho																								Gonçalo Nuno Gomes de Andrade Moura Martins																																			

#	2010												2011												2012												2013												2014											
	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D
26	Rodrigo Jorge de Araújo Costa																								Miguel Nuno Santos Almeida																																			
27	Luís Paulo Cardoso Salvado																																																											
28	Duarte Maia de Albuquerque d'Orey																																																											
29	Zeinal Abedin Mahomed Bava																								(c)																																			
30	José Alfredo de Almeida Honório																								(e)																																			
31	Frederico José Appleton Moreira Rato												Carlos Alberto de Lis Santos Romão																																															
32	Rui Manuel Janes Cartaxo																								Emílio Rui Vilar																																			
33	(f) João Manuel de Quevedo Pereira Coutinho																																																											
34	Pedro Manuel de Almeida Gonçalves												António Manuel Pereira Caldas Castro Henriques																																															
35	Pedro Mendonça de Queiroz Pereira																																																											
36	Duarte Paulo Teixeira de Azevedo																																																											
37	Belmiro Mendes de Azevedo																								Maria Cláudia Teixeira de Azevedo																																			
38	(g) Rui Manuel Gonçalves Correia e João Paulo dos Santos Pinto																																																											
39	Ângelo Gabriel Ribeirinho dos Santos Paupério																																																											
40	Duarte Nunes Ferreira Lopes Pinto																																																											
41	Pedro Maria Calainho Teixeira Duarte																																																											
42	José Reis da Silva Ramos																																																											
43	Luís Manuel Gonçalves Paiva												Paulo José Lopes Varela																																															

(a): Ricardo Manuel Simões Bayão Horta

(b): Luís Maria Viana Palha da Silva

(c): Henrique Manuel Fusco Granadeiro

(d): João Manuel de Mello Franco

(e): Diogo António Rodrigues da Silveira

(f): Esmeralda da Silva Santos Dourado

(g): Carlos Francisco de Miranda Guedes Bianchi de Aguiar

### ANEXO III

#### Modelo Final Completo de Equações Estruturais

